lax889889.com 299520.xyz

专题研究

固定收益研究报告

2020 年 8 月 14 日 利率 固定收益研究组

剖析专项地方债发行和资金用途

陈健恒
分析员，SAC 执业证书编号：S0080511030011
SFC CE Ref: BBM220
chenjh@cicc.com.cn

韦璐璐，CFA
分析员，SAC 执业证书编号：S0080519080001
SFC CE Ref: BOM881
Lulu.Wei@cicc.com.cn

东 旭
分析员，SAC 执业证书编号：S0080519040002
SFC CE Ref: BOM884
Xu.Dong@cicc.com.cn

牛佳敏
联系人，SAC 执业证书编号：S0080118090073
Jiamin.Niu@cicc.com.cn

要点：

2020 年，突如其来的疫情黑天鹅使得政府逆周期调节的紧迫性大幅提升，地方政府专项债稳增长的重要性更上一层楼。目前来看，年已过半，地方专项债发行已经完成大半，特别国债也已经完成发行。截至目前，地方专项债发行情况如何？剩余发行量和节奏将如何变化？债券资金投向哪些领域？财政支出进度及后续节奏如何？这些都是投资者关心的问题。我们通过系统梳理地方专项债的政策、梳理年初以来专项债支持的上万个项目的情况，尝试为投资者解答上述问题。

地方政府债发行情况和后续节奏展望

今年由于专项债大幅扩容，地方债供给明显增加。全年来看，我们预计地方债净增量大致为 4.7 万亿。地方债 1-7 月累计发行 3.76 万亿元，累计净增 2.85 万亿元。其中专项债占大头，1-7 月专项债累计发行 2.47 万亿元，占比高达 65.7%，一般债累计发行 1.29 万亿元，占比为 34.3%；从资金用途来划分，新增类债券占大头，1-7 月累计发行新增债 2.85 万亿元，占比为 75.9%，再融资债 9078 万亿元，占比为 24.2%，置换债尚未发行。新增债发行进度方面，截止 7 月末新增专项债已发行 2.16 万亿元，进度达到 60.4%；新增一般债已发行 5630 亿元，进度达到 57.4%。发行节奏方面，5 月份为地方债年内最大供给高峰，净增量高达 1.17 万亿元，6-7 月份为给特别国债发行腾挪市场空间，发行大幅放缓，我们预计 8-9 月的净增量较高，单月净增量可能达到 4500-7500 亿附近，四季度则会明显回落。[1]

今年地方债发行拉长久期的趋势非常明显。今年 1-7 月地方债的发行期限进一步延长，地方债平均发行期限为 15.1 年，较 2019 年增加 4.8 年，整体来看，15 年及以上的超长期地方债占比大幅上升至 46.7%，10 年及以上地方债占比更是高达 80.9%，远超历史水平。上半年地方债整体需求旺盛，多数省市的中标利率基本都是较下限上浮 25bp，且投标倍数较高，多个省市的地方债投标倍数超过 10 倍。分期限来看，5Y 和 30Y 地方债需求最为旺盛。

从 1-7 月的发行情况来看，经济发达省份的地方债发行量较高，广东省（不含深圳）规模最大，达到 2509 亿元，占比达到 6.7%，其次是江苏省、山东省和四川省，占比分别为 6.5%、6.2%和 6.1%，经济发达省份的发行量显著高于经济落后地区，主要由于经济实力较强的省份可分配到的地方债额度较高。

从投资者结构来看，商业银行仍担当地方债的持有主力，持有的地方债规模高达 20.7 万亿元，占比高达 86.3%，其中全国性商业银行占大头，占比高达 72.7%，城商行和农商行的持有占比分别为 8.6%和 4.8%，随着地方债发行拉长久期，保险公司也明显增配长期限地方债，托管数据显示保险机构已连续 7 个月增持地方债。

地方政府专项债资金运用情况

今年专项债总体资金投向投向与以往有很大变化，重点支持基础设施建设等重大项目建设领域，并跟据疫情需求增加了新基础设施建设、新型城镇化建设和地方应急医疗救助、公共卫生等基础设施投入。目前为止发行的专项债投向类别中，占比大头是市政和产业园区基础设施建设等基建类项目（43%），其次是轨交、收费公路等交通基础设施建设（20%）。教育、医疗、社会事业等民生服务领域的投向占比高达 15%；老旧小区改造专项债和新基建专项债也开始发行，目前为止发行金额分别为 26.7 亿元和 78 亿元，占比仍不算高。全年剩余额度近期下达，继续适当给与部分棚

[1]全文中涉及的币种均为人民币，单位均为亿元。

liaohan.net nblax520.com

VISIT…

lax889889.com 299520.xyz

每日免费获取报告

1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；

2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；

3、每周分享**经济学人**

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码
关注公号
回复：**研究报告**
加入“起点财经”微信群。。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

改额度。从提前批额度中看，没有投向土储和棚改的项目。但后续的全年剩余额度 1.26 万亿当中会有一定比例的棚改项目额度来保障前期进行中的项目的资金需求。7 月已经开始有部分省份开始发行棚改专项债。今年支持的项目以在建项目为主，资金使用速度和效率的要求提升。目前用于新建项目资金约占全部项目的 36%，用于在建项目约占 64%。同时，专项债可用作资本金的比例和范围进一步拓宽，支持实体的金融杠杆效应增强。专项债可支持的比例从去年 20%放开到 25%，近期又扩大支持领域，安排了 2000 亿元用于补充中小银行资本金。目前，从实际落地情况来看，利用专项债作为资本金的利用度并不太高，多数省份发行的专项债用作资本金部分占比不超过 10%。目前专项债作为资本金支持的项目数和金额最多的是项目整体投入资金规模最大的铁路建设领域，占所有专项债用作资本金总规模比例约达 50%。总体来看，需要用作资本金支持的领域，项目的收益性相对更差一些。各区域来看，今年东部省份发行的专项债更聚焦投向市政基础设施，而西部则更多向铁路、公路等交通建设倾斜。今年的创新品种如新基建、老旧小区等多数由东部省份发行，整体来看东部省份发行人创新步伐更快。由于老旧小区改造的重要性今年以来明显提升，专项债层面今年也新推出了老旧小区专项债品种，我们预计后续老旧小区专项债发行规模会继续提升。目前老旧小区专项债普遍单只发行规模较小，发行期限较长，项目的盈利性较弱，偿债能力较差，项目本身普遍收入比较有限，部分项目仍然需要捆绑周边土地出让收入来增加现金流入。近期特别国债也陆续发行完毕，从投向来看，特别国债支持范围与地方政府专项债支持的领域几乎一致，包括 20%比例可以调入一般公共预算统筹使用等，我们认为特别国债本质上接近于中央代发、部分代偿的地方专项债，对于原本的专项债起到补充作用。

上半年财政支出进度偏慢，下半年有望加速，但发力方向仍在民生领域

受疫情影响，今年财政收入和支出均出现明显下滑，支出进度偏缓。上半年全国一般公共财政支出合计 11.6 万亿元，占全年预算额度的 47%，支出进度为 2016 年以来新低。虽然上半年一般财政支出整体走弱，但 3 月以来政府性基金支出力度有一定增强，主要是地方贡献。政府性基金支出的发力，很大程度是源于上半年专项债新增较多，上半年，地方债新增债券发行额合计 27869 亿元，其中专项债 22313 亿元，占比 80%。各地政府对地方债募集资金的使用效率也有明显提升。截至 7 月 14 日，新增专项债券资金已支出 1.9 万亿元、占发行额的 85%，其中有 14 个地区支出进度在 90%以上。政府性基金支出对一般公共财政支出起到了补充作用，但合计来看，整体的财政发力节奏仍要慢于同期。上半年全国一般公共财政支出与政府性基金支出合计 16.16 万亿元，同比增长 0.58%，占全年预算合计的比例为 43%。

从资金投向看，今年财政支出明显倾向于基建及基层民生领域，其对经济的实际拉动效果与往年不同。与去年同期相比，今年上半年一般公共财政支出有向社保和就业、农林水事务、卫生健康倾斜，支出占比分别为 15.42%、8.76%、8.65%，较去年同期抬升 1.14%、1.11%、0.48%；支出占比降幅最大的为城乡社区事务项，降至 8.56%，较去年同期下行 2.96%。地方债投向也表现出相同的特征，新增债券资金用于基建、民生相关项目的占比明显提升，投向地产相关类（含棚改、保障性住房、旧改）、土储则大幅下降。对应各行业固定资产投资完成额累计同比，上半年为正的行业包括农林牧渔，电力、热力、燃气及水生产和供应业，教育，卫生和社会工作，这些行业的特征为更偏向民生领域。相比之下，虽然新增地方债资金投向基建领域的占比提升，但基建投资（不含电力）累计同比仍下降 2.7 个百分点。可以看到上半年财政支出对基建的拉动效果并没有想象中的那么强。

下半年来看，考虑到经济复苏平稳有序，6 月税收增长明显好转，叠加非税收入的调整空间仍在，一般公共财政收入完成全年预算额的压力相对不大，甚至可能出现高过预算的情况。政府性基金方面，考虑到上半年地方国有土地使用权出让收入累计同比为 5.2%，而预算草案里则是全年同比下降 3%，因此下半年而言，即便土地出让收入同比下降 7.67%，仍能完成预算任务。因此政府卖地对下半年地方政府性基金收入的压力较小，预估全国政府性基金收入的预算任务可以达标完成，甚至实际收入会超过预算。从收入端来看，财政部想要完成年初的预算难度不大。因此“以收定支”模式下，我们预计今年广义财政支出也有望完成预期值。假设预算内支出 100%达标（不超），则对财政支出端而言，广义财政支出合计来看，一般公共财政 13.14 万亿元，政府性基金 8.09 万亿元，共 21.24 万亿元，同比增长 25.2%，要明显高于往年同期水平，财政发力空间较高。下半年来看，虽然财政支出力度会进一步走强，但从资金投向看，可能仍以基层民生领域为主。整体来看，在财政支出力度支撑下，下半年基建投资增速还是会继续回暖，大致稳定在 10%甚至略高的水平，相比上半年有一定提升，但幅度也不会超出预期很多。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

目录

一、地方政府债发行情况 5
1、2020 年地方债发行量和后续发行节奏展望 5
2、发行期限：明显拉长久期，15 年及以上超长债占比接近一半 6
3、一级发行情况：5Y 和 30Y 需求最为旺盛 7
4、分省发行情况：经济发达地区发行量较高，全年额度向财力较强的省份倾斜 8
5、持有者结构：商业银行仍是增持主力，保险增配超长期地方债 11
二、地方政府专项债资金运用情况 14
1、今年以来地方政府专项债总体资金投向：基建为主，新增医疗卫生、旧改、新基建领域，棚改将恢复发行 14
2、专项债可用作资本金的比例和范围进一步拓宽，支持实体的金融杠杆效应增强 15
3、专项债投向的区域特点——东部聚焦市政基础设施，西部则向铁路公路等交通建设倾斜 16
4、老旧小区专项债：作为新品种推出，支持项目数量大幅增加 17
5、特别国债：“中央代发、部分代偿的地方政府专项债” 19
三、上半年财政支出进度偏慢，下半年有望加速，但发力方向仍在民生领域 20
1、疫情影响下，财政收支均出现明显下滑，支出进度偏缓，政府性基金对一般公共财政支出起到补充作用 20
2、今年上半年财政支出集中在基建、民生等领域，对经济的实际拉动效果与往年不同 21
3、下半年财政发力空间较大，但仍会以保民生为主 23

图表

图表 1：1-7 月地方债以新增专项债为主 5
图表 2：地方债分类型月度发行量 5
图表 3：新增类地方债发行进度 6
图表 4：5 月和 8-9 月地方债供给压力较大 6
图表 5：今年以来超长期限地方债的比例明显提高（左）；1-7 月地方债发行期限结构（右） 6
图表 6：近四个季度地方债发行期限结构 7
图表 7：一般债和专项债分期限发行量 7
图表 8：5Y 和 30Y 需求最为旺盛，投标倍数较高（左） 7
图表 9：地方债流动性有所提升 8
图表 10：地方债发行利率 8
图表 11：经济发达地区地方债发行量较高 9
图表 12：经济发达省份的新增专线债发行量较高 9
图表 13：各省市政府债券余额情况 10
图表 14：收入偿付倍数分省情况 10
图表 15：2019 年各省债务余额、限额及债务率估计（单位：亿元） 11
图表 16：地方债持有者结构（存量，左）；上交所地方债持有者结构（右） 12
图表 17：地方债月度增持结构（右） 12
图表 18：保险公司增配债券（左）；保费收入增速上升（右） 12
图表 19：今年以来保险机构连续 7 个月增持地方债，且规模较去年明显抬升 13
图表 20：专项债资金投向支持政策变迁 14
图表 21：今年地方政府新增专项债资金投向类别占比（单位：%） 14
图表 22：各批次下达专项债额度和要求（左）；专项债投向项目中在建项目和新建项目金额（亿元）和占比（%）（右） 15
图表 23：地方政府专项债可用于项目资本金的领域以及规模要求 16
图表 24：各省发行新增地方专项债用作资本金专项债规模情况（上）；专项债用作资本金领域情况（下） 16
图表 25：1-7 月各省专项债投向规模 17
图表 26：1-7 月分地区专项债投向占比（单位：%） 17
图表 27：去年以来老旧小区支持政策演变 18
图表 28：湖北省部分老旧小区改造项目情况简介 18
图表 29：专项债支持老旧小区改造项目规模分布（左）；老旧小区改造项目期限分布（右） 19

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表 30: 上半年财政支出进度偏慢，5 月以来同比增速再度下滑 20
图表 31: 政府性基金支出有所提速，尤其是 6 月，单月推进了 11%的全年支出预算进度 20
图表 32: 上半年，一般公共财政支出与政府性基金支出合计的同比增速转正，但支出进度尚不及 50% 21
图表 33: 虽然支出来看，财政发力进度偏慢，但从赤字情况来看，其实上半年财政发力力度还是比较大的 21
图表 34: 3、4 月的支出以应对疫情为主，体现“保就业、保民生” 21
图表 35: 5、6 月份农林水事务的支出同比转正，可能用于污染防治攻坚战以及抗洪防汛救灾 22
图表 36: 一般公共财政支出向民生领域倾斜（左）；新增地方债资金投向上，基建类占比大幅提升（右） 22
图表 37: 新增地方债资金投向上，市政建设、交通基础设施、及社会保障类明显增多 22
图表 38: 上半年 GDP 增长主要来自于金融业和科技相关产业的贡献(左)；基建投资的增速并没有想象中那么强(右) 23
图表 39: 教育、卫生和社会工作对应的投资额同比有明显提升 23
图表 40: 基建中，交运边际改善，但水利、环境、公共设施相关领域有所拖累 23
图表 41: 土地出让收入累计同比 5 月小幅转正，6 月进一步升至 5.2%，对应支出有所增长 24
图表 42: 300 城土地成交和出让金同比恢复正增长（左）；300 城住宅用地成交溢价率自年初以来持续上行 24
图表 43: 下半年财政收支空间 25
图表 44: 下半年广义财政支出同比要明显高于往年，但实际执行效果未必会达到预期的 100% 26
图表 45: 从趋势看，投向市政建设、交通运输相关的地方债新增资金有所下滑 26

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

一、地方政府债发行情况

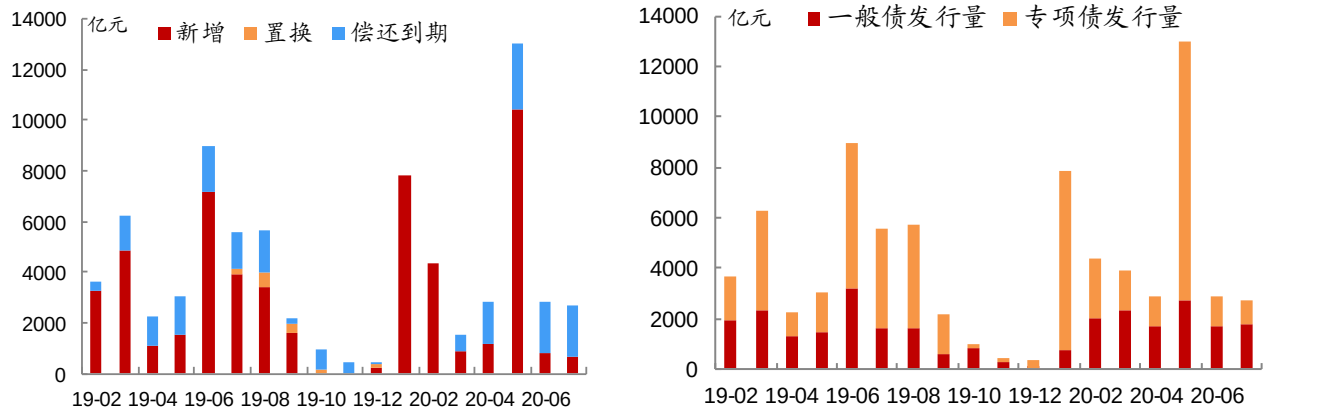
1、2020 年地方债发行量和后续发行节奏展望

今年由于专项债大幅扩容，地方债供给明显增加。全年来看，我们预计地方债净增量大致为 4.7 万亿。新增债方面，两会确定的新增专项债额度为 3.75 万亿元，较 19 年的 2.15 万亿大幅提升；地方预算赤字为 9800 亿元，因此新增一般债额度约为 9800 亿元。置换债方面，据财政部，2019 年末非政府债券形式存量政府债务 1889 亿元，剩余部分今年将继续发行。偿还到期债方面，2019 年再融资债发行量占到期量的 86%，今年地方债到期量为 2.07 万亿，按照 80-90%的比例，我们预计今年偿还到期债发行量可能会达到 1.78 万亿左右。综合来看，可大体估算地方债的供给，新增一般债 9800 亿+新增专项债 3.75 万亿+置换债 1889+再融资债 1.8 万亿=发行总量 6.7 万亿。扣除到期的 2.08 万亿，净增量在 4.7 万亿附近，相较于 2019 年的 3.05 万亿有 1.7 万亿左右的提升。

地方债发行以新增专项债为主。地方债 1-7 月累计发行 3.76 万亿元，累计净增 2.85 万亿元。其中专项债占大头，1-7 月专项债累计发行 2.47 万亿元，占比高达 65.7%，一般债累计发行 1.29 万亿元，占比为 34.3%；从资金用途来划分，新增类债券占大头，1-7 月累计发行新增债 2.83 万亿元，占比为 75.8%，再融资债 9078 万亿元，占比为 24.2%，置换债尚未发行。新增债发行进度方面，截止 7 月末新增专项债已发行 2.16 万亿元，进度达到 60.4%，还剩余 1.48 万亿元；新增一般债已发行 5630 亿元，进度达到 57.4%，还剩余 4170 亿元

发行节奏方面，5 月份为地方债年内最大供给高峰，净增量高达 1.17 万亿元，6-7 月份为给特别国债发行腾挪市场空间，地方债发行大幅放缓，分别仅净增-484 亿和 7.5 亿。截止 7 月末，地方债累计净增 2.85 万亿，因此剩余月份还需净增 1.85 万亿左右，由于专项地方债需要 10 月底之前发行完毕，因此我们预计 8-9 月的净增量较高，单月净增量可能达到 4500-7500 亿附近，月均净增量约为 6000 亿元；四季度则会明显回落，我们预计单月净增量在 1500-4000 亿元之间，月均净增量约为 2000 亿出头。

图表 1：1-7 月地方债以新增专项债为主



资料来源：Wind，财政部，中金公司研究

图表 2：地方债分类型月度发行量

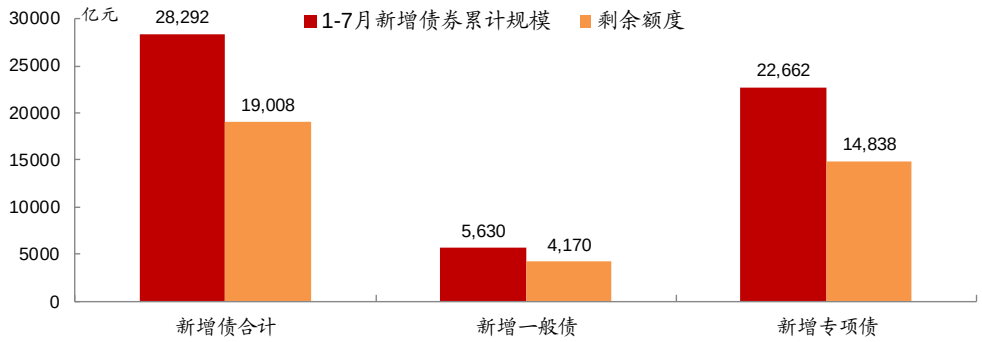
（亿元）	2019/07	2019/08	2019/09	2019/10	2019/11	2019/12	2020/01	2020/02	2020/03	2020/04	2020/05	2020/06	2020/07
地方债发行量	**5,559**	**5,695**	**2,196**	**965**	**458**	**380**	**7,851**	**4,379**	**3,875**	**2,868**	**13,025**	**2,867**	**2,722**
发行量：一般债	1,620	1,632	566	796	231	40	702	2,030	2,333	1,668	2,715	1,691	1,764
发行量：专项债	3,940	4,062	1,630	169	227	340	7,148	2,350	1,542	1,200	10,310	1,176	959
置换	210	603	360	126	0	150	0	0	0	0	0	0	0
偿还到期	1,416	1,671	252	839	458	23	0	0	681	1,666	2,627	2,022	2,082
新增	3,933	3,421	1,584	0	0	207	7,851	4,379	3,194	1,202	10,398	845	640
新增债券（未扣除到期）	3,933	3,421	1,584	0	0	207	7,851	4,379	3,194	1,202	10,398	845	640
一般债券	768	227	176	0	0	17	702	2,030	1,863	509	418	34	73
专项债券	3,165	3,194	1,408	0	0	190	7,148	2,350	1,331	693	9,980	811	349

资料来源：Wind，财政部，中金公司研究

liaohan.net nblax520.com

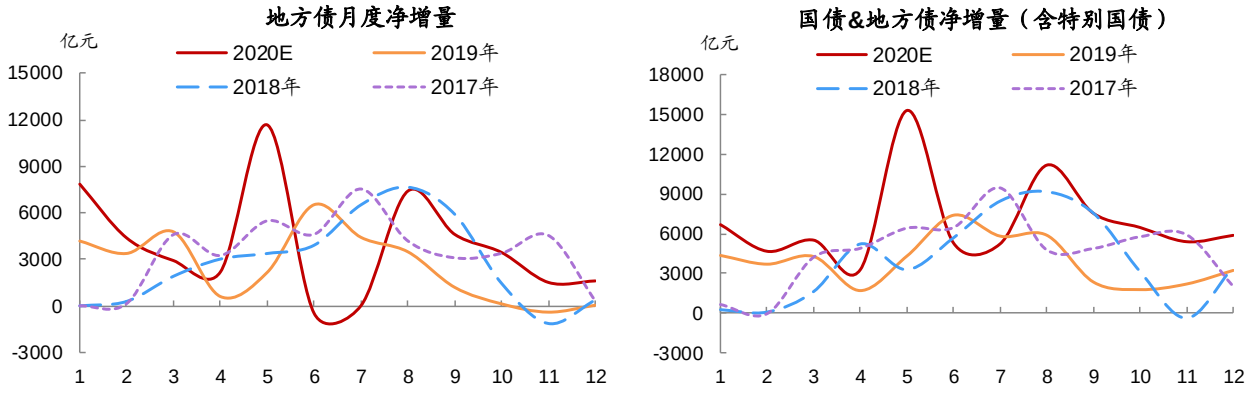
lax889889.com 299520.xyz

图表 3：新增类地方债发行进度



资料来源：Wind，财政部，中金公司研究

图表 4：5 月和 8-9 月地方债供给压力较大

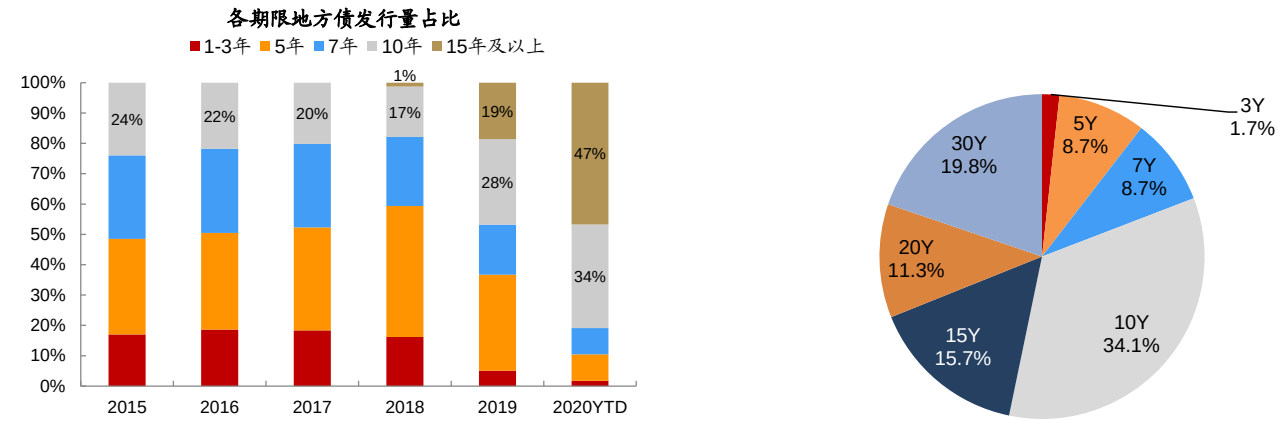


资料来源：Wind，中金公司研究

2、发行期限：明显拉长久期，15 年及以上超长债占比接近一半

今年整体来看，地方债发行拉长久期的趋势非常明显。19 年以来地方债发行期限已有所拉长，但今年拉长久期的趋势更加明。2019 年发行的地方债中，15 年及以上的超长期地方债的占比由 2018 年的 1%上升至 19%，10 年及以上地方债占比由 2018 年的 17.9%上升至 46.8%；今年 1-7 月地方债的发行期限进一步延长，地方债平均发行期限为 15.1 年，较 2019 年增加 4.8 年，整体来看，15 年及以上的超长期地方债占比大幅上升至 46.7%，10 年及以上地方债占比更是高达 80.9%，远超历史水平。延长地方债发行期限一方面是为了匹配项目周期，另一方面是为了降低地方政府债务率（负债期限越长，债务率分母相应扩大）。随着发行期限的延长，银行和保险机构也可以配置到收益率更高的地方债和国债，用以覆盖过高的负债成本。

图表 5：今年以来超长期限地方债的比例明显提高（左，截止 2020 年 7 月）；1-7 月地方债发行期限结构（右）

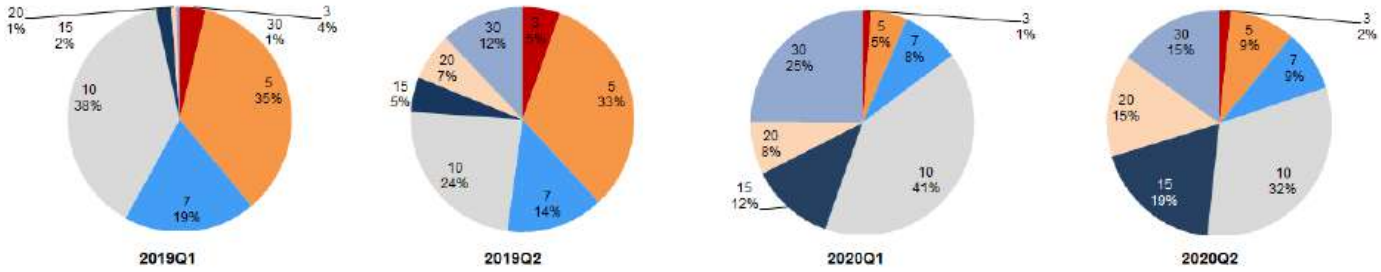


资料来源：Wind，财政部，中债登，中金公司研究；

liaohan.net nblax520.com

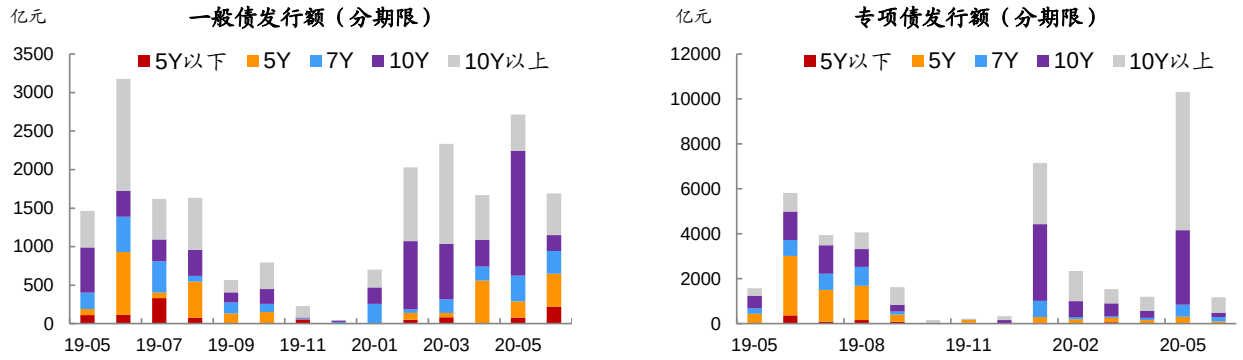
lax889889.com 299520.xyz

图表 6：近四个季度地方债发行期限结构



资料来源：Wind，财政部，中金公司研究；

图表 7：一般债和专项债分期限发行量



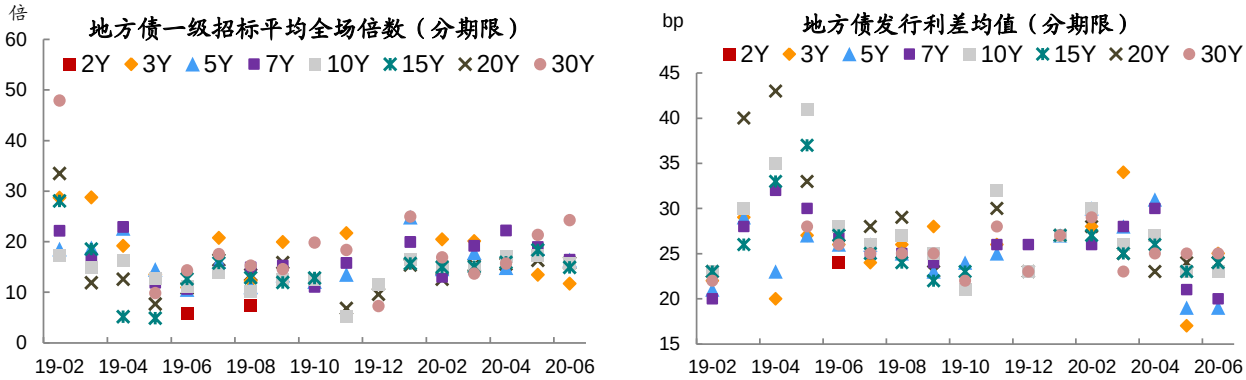
资料来源：Wind，财政部中金公司研究；

3、一级发行情况：5Y 和 30Y 需求最为旺盛

虽然今年地方债从上半年的一级招标情况来看，地方债整体需求旺盛，除新疆和宁夏的地方债中标利率较下限上浮 30bp，其余省市的中标利率基本都是较下限上浮 25bp，且投标倍数较高，多个省市的地方债投标倍数超过 10 倍。分期限来看，5Y 和 30Y 地方债需求最为旺盛，投标倍数高于其他期限，上半年的平均投标倍数分别达到 18.3 和 19.5 倍，其次是 3Y 和 7Y，上半年的平均投标倍数分别为 17.9 和 16 倍，我们预计保险机构配置了较多 30Y 地方债，银行配置了较多 3Y-10Y 的地方债。由于地方债票息免税且期限较长，考虑免税后的票面利率普遍在 4%以上，尤其是经济发达省份发行的地方债性价比很高。银行和保险等配置型机构配债额度较高，配置需求旺盛。

从成交量来看，今年地方债二级成交量明显提升，二级交投活跃，3 月以来的月度成交量均保持在 1.35 万亿元以上，7 月飙升至 1.85 万亿元的历史高位，远高于过去几年的水平。且 6-7 月份地方债的一级发行量较低，分别仅有 2867 亿元和 2722 亿元，二级成交量却均在 1.55 万亿以上，反映地方债二级市场流动性明显提升。

图表 8：5Y 和 30Y 需求最为旺盛，投标倍数较高（左）

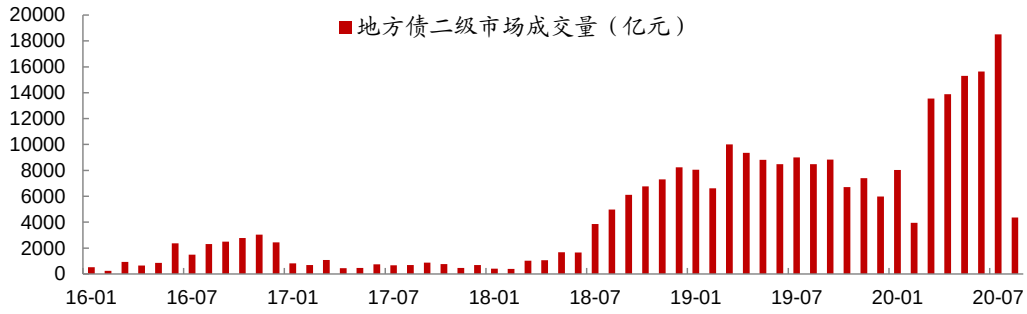


资料来源：Wind，财政部，中金公司研究

liaohan.net nblax520.com

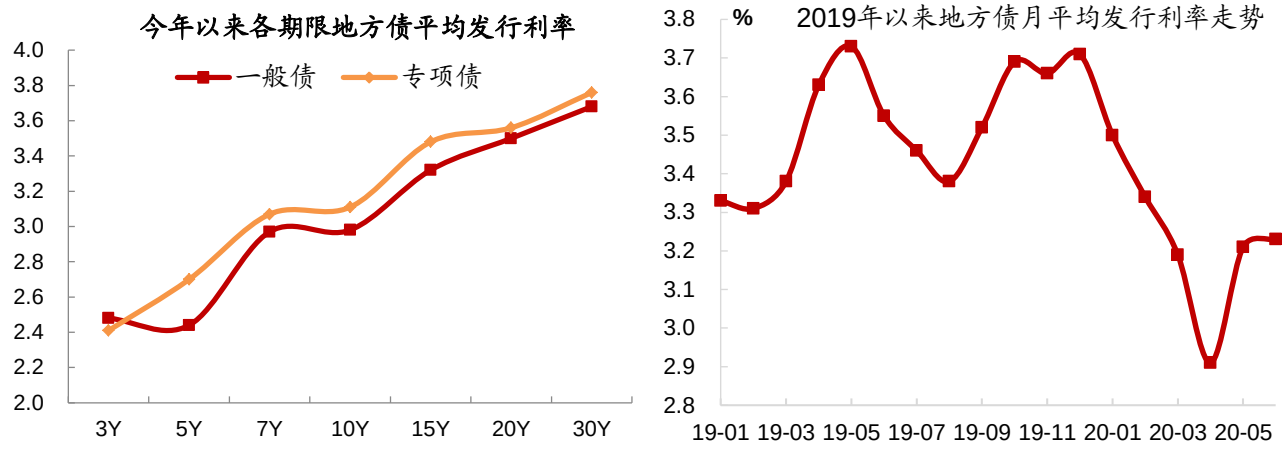
lax889889.com 299520.xyz

图表 9：地方债流动性有所提升



资料来源：Wind，中金公司研究

图表 10：地方债发行利率（单位：%）



资料来源：Wind，财政部，中金公司研究

4、分省发行情况：经济发达地区发行量较高，全年额度向财力较强的省份倾斜

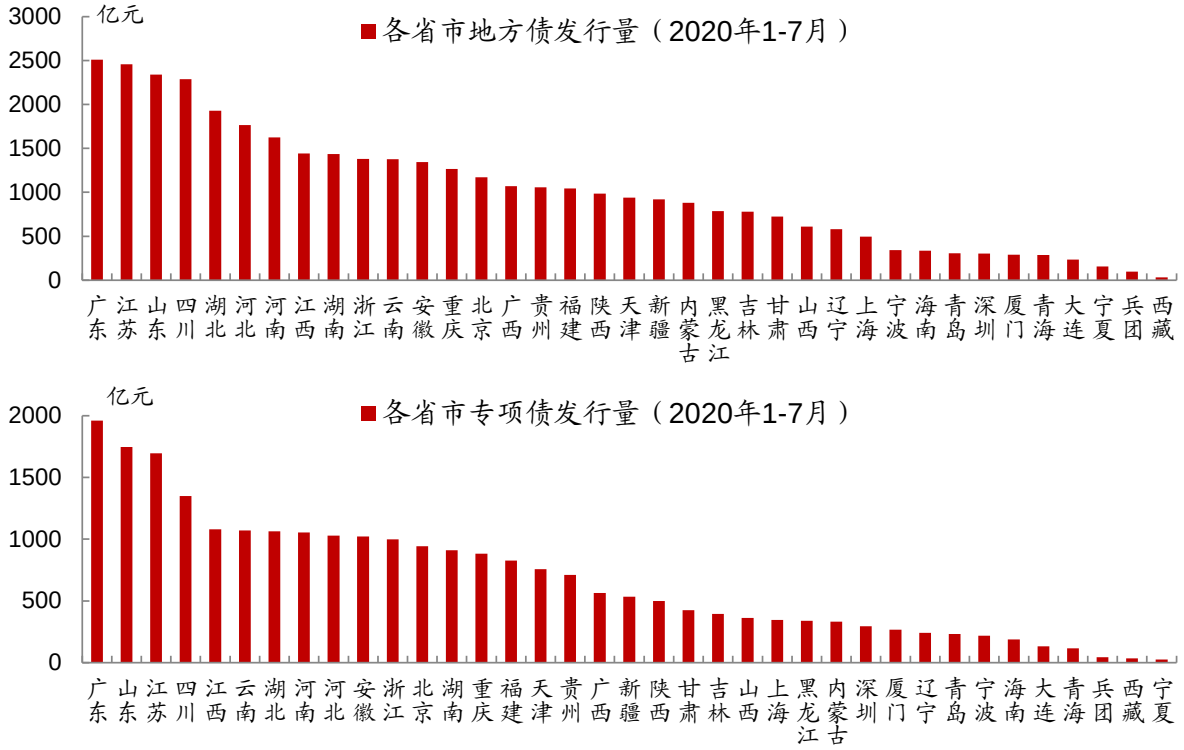
从 1-7 月的各省市发行情况来看，经济发达省份的地方债发行量较高，广东省（不含深圳）规模最大，达到 2509 亿元，占比达到 6.7%，其次是江苏省、山东省和四川省，占比分别为 6.5%、6.2%和 6.1%，而后分别为湖北、河北、河南等地，发行规模在 1600 亿元以上，占比在 4%以上；仅从新增专项债发行情况来看，也是广东、山东、江苏位居前列，其次是四川、江西、河北、浙江、河南等地。

经济发达省份的地方债尤其专项债发行量显著高于经济落后地区，主要由于经济实力较强的省份可分配到的地方债额度较高。从 2019 年和 2018 年的各省政府债务限额来看，也是江苏、山东、广东、浙江分配到的额度最高。

liaohan.net nblax520.com

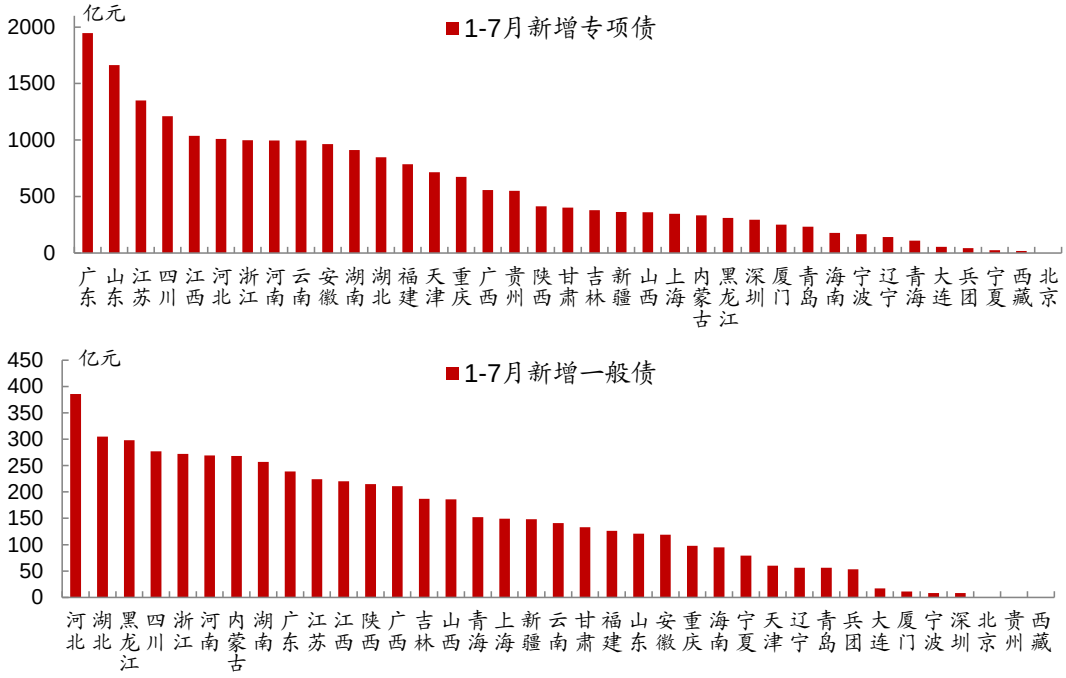
lax889889.com 299520.xyz

图表 11：经济发达地区地方债发行量较高


亿元
各省市地方债发行量（2020年1-7月）
3000
2500
2000
1500
1000
500
0
广东 江苏 山东 四川 湖北 河北 河南 江西 湖南 浙江 云南 安徽 重庆 北京 广西 贵州 福建 陕西 天津 新疆 内蒙古 黑龙江 吉林 甘肃 山西 辽宁 上海 宁波 海南 青岛 深圳 厦门 青海 大连 宁夏 兵团 西藏
亿元
各省市专项债发行量（2020年1-7月）
2000
1500
1000
500
0
广东 山东 江苏 四川 江西 云南 湖北 河南 河北 安徽 浙江 北京 湖南 重庆 福建 天津 贵州 广西 新疆 陕西 甘肃 吉林 山西 上海 黑龙江 内蒙古 深圳 厦门 辽宁 青岛 宁波 海南 大连 青海 兵团 西藏 宁夏

资料来源：Wind，中债登，中金公司研究

图表 12：经济发达省份的新增专线债发行量较高

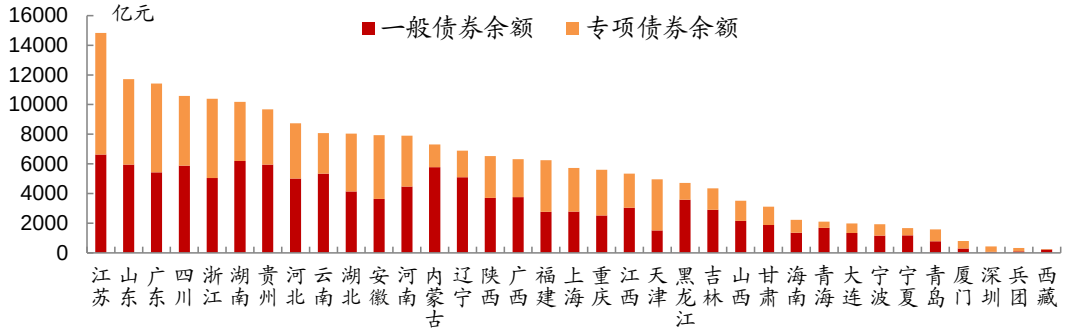

亿元
1-7月新增专项债
2000
1500
1000
500
0
广东 山东 江苏 四川 江西 河北 浙江 河南 云南 安徽 湖南 湖北 福建 天津 重庆 广西 贵州 陕西 甘肃 吉林 新疆 山西 上海 内蒙古 黑龙江 深圳 厦门 青岛 海南 宁波 辽宁 青海 大连 兵团 宁夏 西藏 北京
亿元
1-7月新增一般债
450
400
350
300
250
200
150
100
50
0
河北 湖北 黑龙江 四川 浙江 河南 内蒙古 湖南 广东 江苏 江西 陕西 广西 吉林 山西 青海 上海 新疆 云南 甘肃 福建 山东 安徽 重庆 海南 宁夏 天津 辽宁 青岛 兵团 大连 厦门 宁波 深圳 北京 贵州 西藏

资料来源：财政部，中金公司研究

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

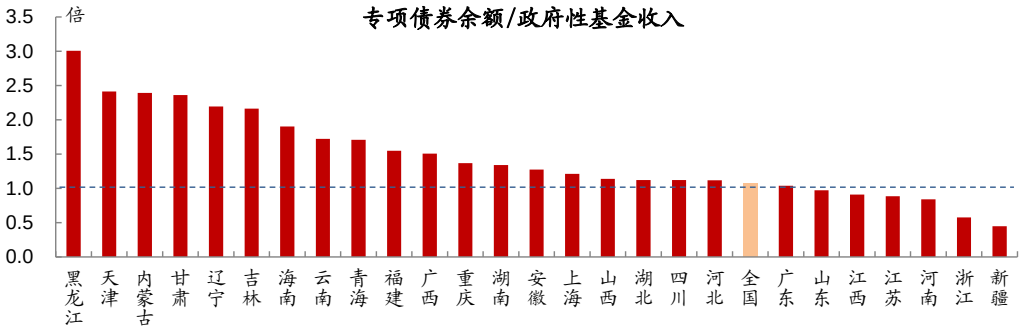
图表 13：各省市政府债券余额情况（截止 2020.06）



资料来源：Wind，财政部，中金公司研究

考虑到全年额度的分配，省级财力较强、债务风险较低的地区仍然会获得更多的额度倾斜。财政部对于各省新增限额分配的要求原则是："新增限额分配应当体现正向激励原则，财政实力强、举债空间大、债务风险低、债务管理绩效好的地区多安排，财政实力弱、举债空间小、债务风险高、债务管理绩效差的地区少安排或不安排。"如果用专项债券余额/政府性基金收入作为衡量收入偿付压力的指标，经测算，超过一半的省份 2019 年末专项债券的余额已经超过 2019 年全年的政府性基金收入的规模，意味着偿还债券需要 1 年以上的全部政府性基金收入来支付；其中偿债压力最大的为黑龙江、天津、内蒙古、甘肃、辽宁、吉林等省份，其中黑龙江该系数已经达到 3 倍，较 2018 年的 2.6 倍继续上升；而相对而言，偿债压力比较小的省份为浙江、河南、江苏、江西、广东等省份，其中浙江省仅有 0.58 倍，区域分化比较明显。因此从 2019 年分配额度来看，黑龙江、天津、甘肃、吉林等省份获得的政府债务新增额度偏低，而偿债能力较强的浙江、江苏、广东、山东等省份获得的政府债务新增额度则较高。

图表 14：收入偿付倍数分省情况



资料来源：Wind，中债登，中金公司研究（备注：由于各省政府性基金收入仅公布至 2019 年，因此各省收入偿付倍数计算依据为 2019 年末专项债券余额/2019 年全年政府性基金收入，倍数越高则偿债压力越大）

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表 15：2019 年各省债务余额、限额及债务率估计（单位：亿元）

	地方综合财力	政府债务余额	政府债务限额	债务余额计算的债务率	债务限额计算的债务率
宁夏	546.9	1654.9	1867.0	302.6%	341.4%
黑龙江	1651.6	4748.6	4939.6	287.5%	299.1%
河北	7097.8	8753.9	10208.1	123.3%	143.8%
湖北	6898.7	8040.0	8416.3	116.5%	122.0%
贵州	9429.2	9673.4	10193.3	102.6%	108.1%
辽宁	8665.7	8884.4	9835.5	102.5%	113.5%
内蒙古	7604.3	7307.0	7764.2	96.1%	102.1%
福建	7835.2	7032.0	7799.2	89.7%	99.5%
青海	2490.0	2102.1	2284.7	84.4%	91.8%
天津	5958.4	4959.3	5054.1	83.2%	84.8%
江西	6621.9	5351.0	NA	80.8%	NA
云南	10162.6	8108.0	9341.1	79.8%	91.9%
吉林	5710.7	4344.8	4822.7	76.1%	84.5%
湖南	14017.2	10174.5	10228.9	72.6%	73.0%
广西	8896.3	6354.7	6866.2	71.4%	77.2%
陕西	9586.1	6532.5	7228.1	68.1%	75.4%
山西	5360.9	3550.0	3831.8	66.2%	71.5%
新疆	7353.2	4627.8	5089.7	62.9%	69.2%
山东	20870.6	13127.5	14307.6	62.9%	68.6%
四川	17592.1	10577.0	11731.0	60.1%	66.7%
安徽	13262.5	7936.4	8913.0	59.8%	67.2%
重庆	9366.0	5603.7	6049.4	59.8%	64.6%
甘肃	5204.8	3109.8	3406.8	59.7%	65.5%
江苏	27731.4	14878.4	16525.1	53.7%	59.6%
浙江	23846.7	12309.8	13168.0	51.6%	55.2%
河南	16717.4	7910.1	9729.0	47.3%	58.2%
上海	13018.2	5722.1	8577.1	44.0%	65.9%
广东	27254.7	11956.6	14198.1	43.9%	52.1%
北京	11638.9	4964.1	9119.4	42.7%	78.4%
西藏	2608.8	251.4	-	9.6%	-

资料来源：财政部，地方财政厅，中金固收研究（注：地方综合财力包括一般预算、基金预算和国有资本预算三部分，其中每部分都包括预算收入、中央转移支付及补贴减去上解中央支出、结余项等。数据说明列中近似的含义是部分数据在计算时存在缺失，采取近似的方法，如以国有资本经营财力用全省国有资本经营收入替代等。宁夏未公布 18 年转移支付等的一般预算财力，上图中未列示宁夏的债务率情况。）

5、持有者结构：商业银行仍是增持主力，保险增配超长期地方债

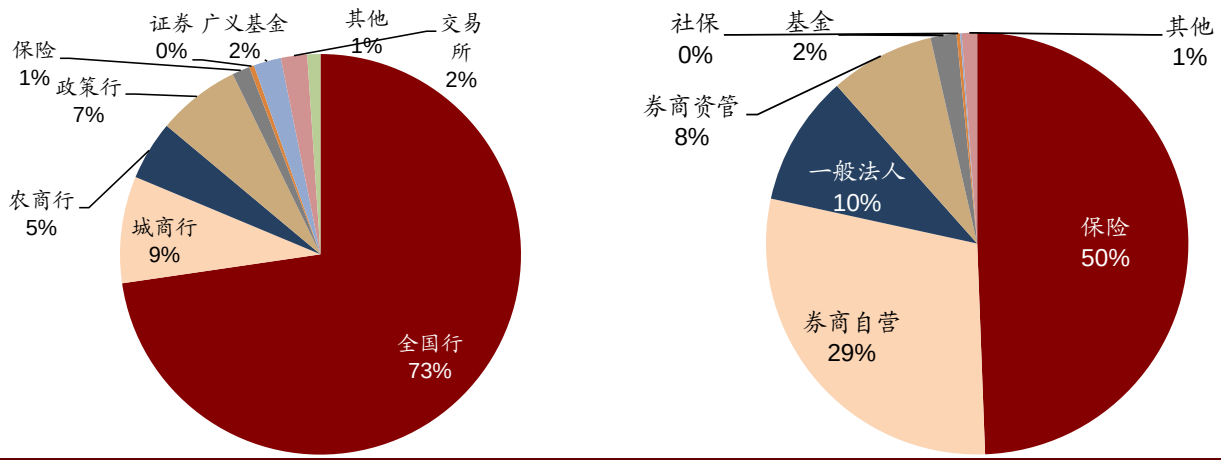
根据中债登托管数据，截至 2020 年 7 月末，地方债托管总量为 23.93 万亿元，其中银行间市场占 97.9%，交易所市场转托管的地方债规模占比 2.1%。从持有者结构来看，商业银行一直以来担当地方债的消化主力，持有的地方债存量规模高达 20.7 万亿元，占比高达 86.3%，其中全国性商业银行占大头，累计持有 17.4 万亿元，占比高达 72.7%，城商行和农商行的持有占比分别为 8.6%和 4.8%，与 19 年末相比，农商行持有占比有所提升。地方债的第二大持有主体是特殊结算成员，持有规模达到 1.61 万亿元，占比 6.7%，较 19 年末的 7.9%有所下降。非银机构整体持有量较低，券商、保险、广义基金（扣除银行理财产品），再加上交易所市场转托管规模（交易所以非银机构为主），非银机构合计持有规模为 1.44 万亿元，占比为 6.0%，较 2019 年末的 4.4%小幅提升，其中保险、广义基金、券商自营的持有规模占比分别为 2.43%、2.59%、0.99%。

随着地方债发行拉长久期，保险公司明显增配长期限地方债。以前为满足收益率目标，保险倾向配置非标资产和协议存款，但 19 年下半年以来，随着地产调控以及城投隐性债务置换，高息的非标资产逐步减少，高息的协议存款也相应减少，保险公司增加了长久期利率债的配置。今年来看，保险公司仍面临优质高息非标供给不足的局面，因此对长久期利率债的配置需求上升，随着今年地方债的超长期限品种比例上升，比如 30 年地方债的收益率 6 月以来维持在 3.8%-3.95%的区间，在考虑税收效应后，仍可一定程度满足保险公司的配置需求。从托管数据可以看到，今年以来保险机构已持续 7 个月增持地方债，累计增持规模达到 2048 亿元，较去年同期大幅上升。而商业银行今年在存款等负债成本仍相对刚性的情况下，贷款利率明显走低，其配置地方债的需求也会上升。在 8-9 月地方债密集发行的阶段，我们预计银行仍将积极配置，担当消化主力。

liaohan.net nblax520.com

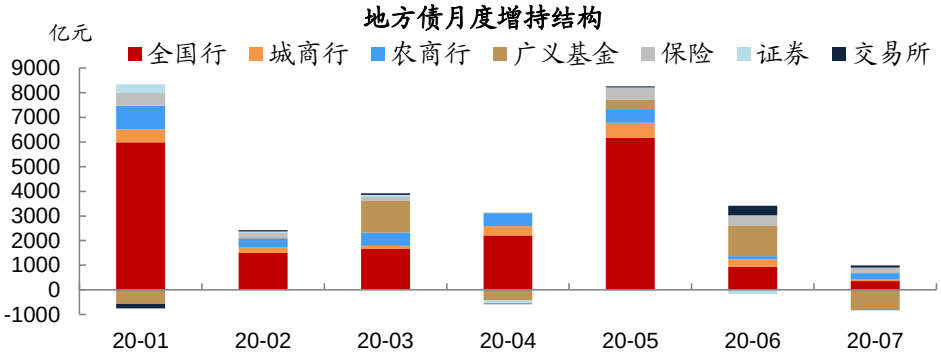
lax889889.com 299520.xyz

图表 16：地方债持有者结构（存量，左）；上交所地方债持有者结构（右）



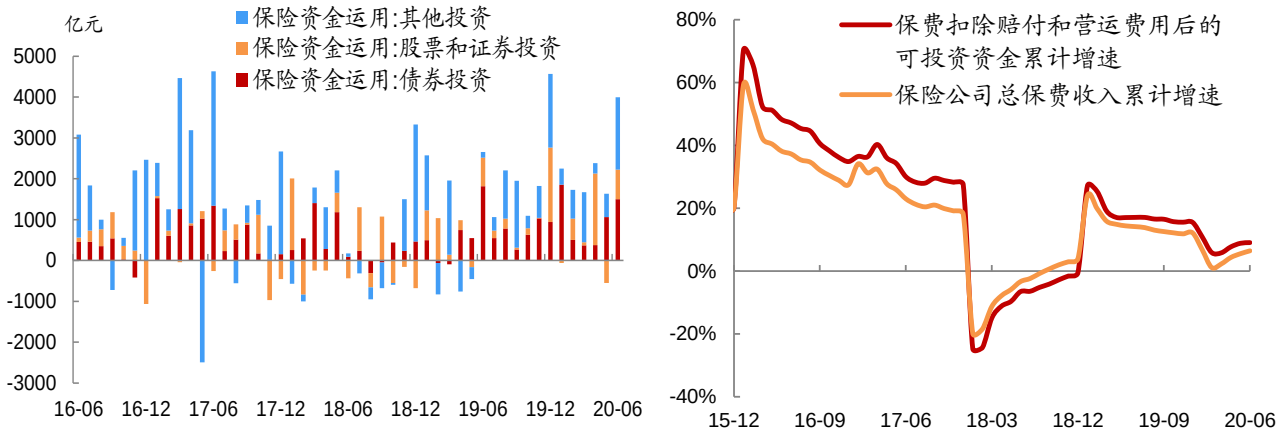
资料来源：Wind，中债登，上交所，中金公司研究（数据截止 7 月末）

图表 17：地方债月度增持结构（右）



资料来源：Wind，中债登，中金公司研究

图表 18：保险公司增配债券（左）；保费收入增速上升（右）

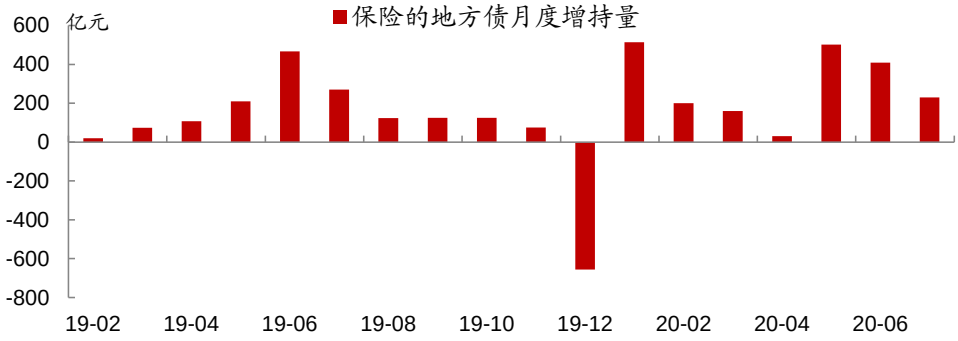


资料来源：Wind，中金公司研究

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表 19：今年以来保险机构连续 7 个月增持地方债，且规模较去年明显抬升



资料来源：Wind，中金公司研究

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

二、地方政府专项债资金运用情况

1、今年以来地方政府专项债总体资金投向：基建为主，新增医疗卫生、旧改、新基建领域，棚改将恢复发行

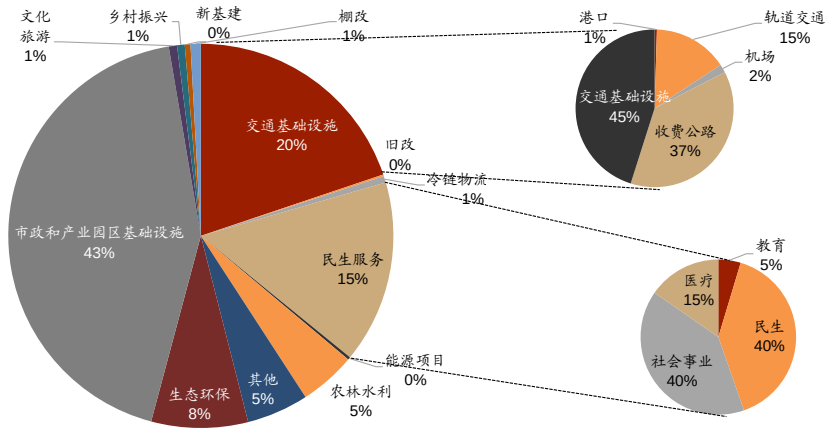
今年专项债总体资金投向投向与以往有很大变化，重点支持基建等重大项目建设领域，并跟据疫情需求增加了新基建、新型城镇化建设和地方应急医疗救助、公共卫生等基础设施投入。去年及之前，地方政府专项债集中于土储、收费公路、棚改三个标准品种，其他品种均为各地试点创新品种，发行量较小，2019 年其他品种合计占总发行比例不超过 3 成。自 19 年下半年起，政策方面对于专项债支持的资金投向作出了较大调整，6 月发布的《关于做好地方政府专项债发行计项目配套融资工作的通知》中明确专项债要重点支持重大项目建设，包括市政基础设施建设和交通基础设施建设等领域，专项债资金对这些基础设施建设的支持要大幅增加。9 月的国务院常务会议部署则直接禁止提前下达的 2020 年新增专项债额度投向土储和商业地产领域，要求全部用于**铁路、轨道交通等交通基础设施，农林水利，市政和产业园区基础设施等领域重大基础设施项目建设。**今年两会再度明确，专项债重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设，即**新型基础设施建设、新型城镇化建设**和交通、水利等重大工程建设。从今年来看，目前为止发行的专项债投向类别中，占比大头是市政和产业园区基础设施建设等基建类项目（43%），其次是轨交、收费公路等交通基础设施建设（20%）。在面对海内外疫情的冲击下，为解决医疗、公共卫生、民生等领域的投入需求以及惠民生扩内需的需求，专项债资金投向也适应性的增加了应急医疗救治、公共卫生等疫情防控相关的投向，以及老旧小区改造、职业教育、新基建等扩内需稳就业的相关投向。截至目前，教育、医疗、社会事业等民生服务领域的投向占比高达 15%；老旧小区改造专项债和新基建专项债也开始发行，目前为止发行金额分别为 26.7 亿元和 78 亿元，占比仍不算高。

图表 20：专项债资金投向支持政策变迁

时间	政策来源	政策出台前投资范围限定	政策出台后专项债项目投资范围限定
2019年6月	《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》	集中于土储、收费公路、棚改三个标准品种，其他品种合计占比不超过3成。	重点支持京津冀协同发展、长江经济带发展、“一带一路”建设、粤港澳大湾区建设、长三角区域一体化发展、推进海南全面深化改革开放等重大战略和乡村振兴战略，以及推进棚户区改造等保障性安居工程、易地扶贫搬迁后续扶持、自然灾害防治体系建设、铁路、收费公路、机场、水利工程、生态环保、医疗健康、水电气热等公用事业、城镇基础设施、农业农村基础设施等领域以及其他纳入“十三五”规划符合条件的重大项目建设
2019年9月	国务院常务会议		会议对提前下达的额度的2020年新增专项债发行提出了要求： 禁止投资范围：不得用于土地储备、房地产相关领域，不得用于置换债务、可完全商业化运作的产业项目。 补充投资范围：重点用于铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施，城乡电网、天然气管网和储气设施等能源项目，农林水利，城镇污水垃圾处理等生态环保项目，职业教育和托幼、医疗、养老等民生服务，冷链物流设施，水电气热等市政和产业园区基础设施。
2020年4月	财政部国新办新闻发布会	交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保、民生服务、冷链物流设施、市政和产业园区基础设施等七大领域	继续重点用于国务院常务会议确定的重大基础设施项目建设，主要包括交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目、民生服务、冷链物流设施、市政和产业园区基础设施等七大领域；同时，结合疫情防控和投资需求变化等适当优化投向，将国家重大战略项目单独列出、重点支持；增加城镇老旧小区改造领域，允许地方投向应急医疗救治、公共卫生、职业教育、城市供热供气等市政设施项目。加快建设5G网络、数据中心、人工智能、物流、物联网等新型基础设施。额度分配上，坚持“资金跟项目走”原则，对重点项目多、风险水平低的地区给予倾斜。同时，对今年新增专项债券，适当提高用于符合条件的重大项目资本金的比例，进一步带动社会资本加大投入。

资料来源：财政部，国务院，央视网（http://news.cctv.com/2020/04/03/ARTIYtnHKMxNxFncHsj6CRdS200403.shtml），中金公司研究

图表 21：今年地方政府新增专项债资金投向类别占比（单位：%）



资料来源：Wind，中金公司研究；备注：统计截至 2020 年 7 月 30 日

liaohan.net nblax520.com

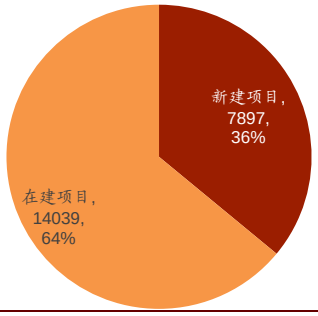
lax889889.com 299520.xyz

全年剩余额度已下达，继续适当给予部分棚改额度。今年两会召开较晚，专项债额度采取发完一批提前下达一批的模式，在两会之前提前下达了 3 批提前批额度。两会确定全年专项债务限额之后，近期剩余额度也已经下达。从提前批额度中看，没有投向土储和棚改的项目。但后续的全年剩余额度 1.26 万亿元当中会有一定比例的棚改项目额度来保障前期进行中的项目的资金需求。根据媒体报道[2]，部分地方已经在梳理棚改专项债项目清单。继续适当发行棚改专项债券，有助于避免之前棚改项目后续面临无资金接续而形成"半拉子"工程的问题。监管部门对本次棚改专项债提出三个要求[3]，一是仅支持已开工项目，且不得用于货币化安置项目。二是棚改项目必须纳入年度棚改计划任务。三是棚改项目信息与相关材料要件信息一致，如立项批复、用地预审、"一案两书"等。据统计，7 月已经有部分省份开始发行棚改专项债，比如湖北省于 7 月 30 日发行了 157 亿元棚改专项债。

支持的项目以在建项目为主，资金使用速度和效率的要求提升。由于今年提前下达额度是为尽早落地使用，因此为加快资金使用进度，这批地方专项债募集资金优先用于保障在建项目，投入在建项目的占比更高。据财政部披露，目前用于新建项目资金 7897 亿元，约占全部项目的 36%，用于在建项目 14039 亿元、约占 64%。审计署还会每年对地方专项债资金闲置情况进行抽查，例如《关于 2019 年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》，显示，2019 年审计的 18 个省中，由于项目安排不合理或停止实施等原因，"有 503.67 亿元新增专项债券资金未使用，其中 132.3 亿元闲置超过 1 年。"今年中央对于加快项目使用的要求明显快于以前。因此今年专项债从项目上报上会更倾向老项目。正如我们此前在《如何看待专项地方债的高量发行和实际经济影响？》所提示，对于这些老项目，去年的融资并不主要依靠专项债，而今年则通过专项债募集资金，其实就是替代了原本其他形式的资金来源，比如财政拨款、贷款融资、非标融资和城投平台项目债融资等。这种替代可以延长债务期限和降低负债成本，但需要注意的是，并不是新增了投资项目和新增了投资金额的概念。所以不能将地方债发行额度的增加和向基建倾斜直接等同于增加了基建投资金额。并且，节约的原本用于投入在建项目的财政资金可以用于投入其他项目作资本金，撬动其他项目例如土储、棚改等项目的投资。因此，可以理解为，专项债资金向基建倾斜，减少土储和棚改，只是将两种不同类型项目的资金来源进行了互换，去年土储和棚改更多依赖地方债，基建较少依赖地方债，而今年就反过来。

图表 22：各批次下达专项债额度和要求（左）；专项债投向项目中在建项目和新建项目金额（亿元）和占比（%）（右）

批次	时间	额度	要求
第一批	2019.11.27	10000亿元	各地尽快将专项债券额度按规定落实到具体项目，做好专项债券发行使用工作，早发行、早使用，确保明年初即可使用见效，确保形成实物工作量，尽早形成对经济的有效拉动。
第二批	2020.2.11	2900亿元	一般债务限额5580亿元、专项债务限额2900亿元。
第三批	2020.4.27	10000亿元	按照"资金跟着项目走"原则，对重点项目多、风险水平低、有效投资拉动作用大的地区给予倾斜，加快重大项目和重大民生工程建设。
第四批	2020.7.6	12600亿元	全国人大批准2020年新增地方政府专项债务限额为3.75万亿。扣除提前下达的2.29万亿额度及补充中小银行资本金的2000亿额度，本次下达的额度为1.26万亿。此外，2000亿补充中小银行资本金的额度尚未下达，需要各省以具体方案单独争取。
合计		35500亿元	



资料来源：财政部，国务院，中金公司研究；备注：新建和在建项目统计截至 6 月 15 日。其中第四批为全年额度中剩余额度

2、专项债可用作资本金的比例和范围进一步拓宽，支持实体的金融杠杆效应增强

地方专项债创设的初衷是以项目对应的政府性基金收入或专项收入作为偿还资金来源，但如果用作资本金则实质上打破了这一限制。根据财政部发布的《地方政府专项债券发行管理暂行办法》规定，专项债券指省级政府为有一定收益的公益性项目发行的、约定以项目对应的政府性基金或专项收入还本付息的政府债券。去年 6 月，中共中央办公厅和国务院办公厅联合发布的《关于做好地方政府专项债券发行计项目配套融资工作的通知》就提出，允许将专项债券作为符合条件的重大项目的资本金，这便意味着专项债无需以项目收入来偿还的重大突破。后续可以以专项债作为资本金的领域不断扩大，规模也不断提升。起初主要支持 4 个领域，2019 年 9 月财政部宣布进一步扩大为 10 个领域，但额度方面有限制，专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例控制在 20%左右。今年 4 月，这个限制进一步放开到 25%。而 7 月的国常会又专门安排了 2000 亿元用于补充中小银行资本金。专项债用于资本金的领域和规模均不断扩大。自此，专项债在可用作资本金的领域其实跟一般债募集的财政资金用途已经非常接近了，意味着地方专项债和地方一般债之间的界限变得越来越模糊。在外部疫情对经济的巨大冲击下，财政收入吃紧，通过突破专项债资金的用途和偿还要求限制，财政资金对实体的金融支持具备更大的杠杆放大效应。

从实际落地情况来看，利用专项债作为资本金的利用度并不太高。经统计，今年 1-7 月份发行的新增专项债券中，用于资本金的专项债规模约 1758 亿元，占新增专项债总规模比例仅 9.3%。用于资本金的比例普遍不高，目前只有云南省充分利用了政策，今年上半年发行的新增专项债中有 23%的比例用作资本金，占比第二高的为广东省，仅为 18%；占比在 10%以上的只有 9 个省，其余省专项债用作资本金比例并不高。从专项债用作资本金支持的领域来看，

[2] 21 世纪经济报 http://www.21jingji.com/2020/5-7/5MMDEzODBfMTU1Nzg5MA.html
[3] https://cj.sina.com.cn/articles/view/1651428902/626ece2601900psjr?from=finance

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

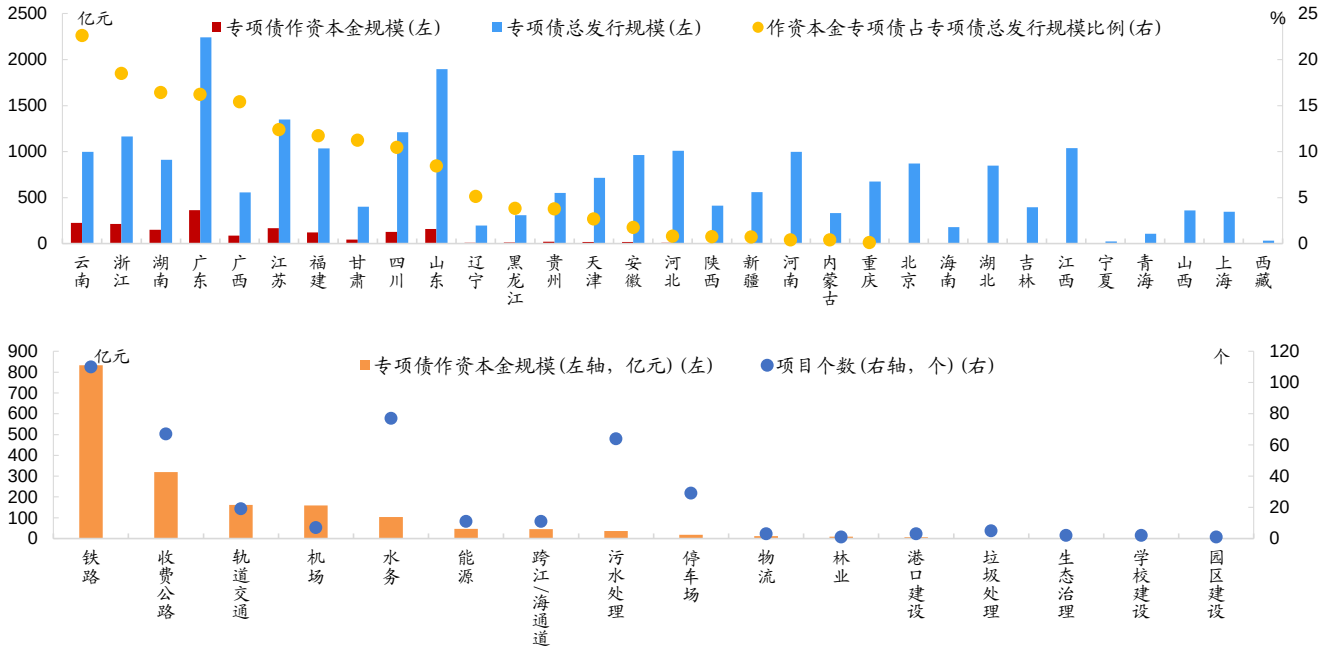
目前支持的项目数和金额最多的是项目整体投入资金规模最大的铁路建设领域，占所有专项债用作资本金总规模比例约达 50%，其次是收费公路、轨道交通、机场建设等交通基础设施建设领域；值得注意的是水务、污水处理等领域，这些领域专项债支持的项目数量也非常多，投入项目个数分别位列第二和第四，但平均单个项目规模比较小。总体来看，**需要用作资本金支持的领域，项目的收益性相对更差一些**，因此需要更多的资本金投入；而项目收益相对较好的领域比较容易获得市场化融资如银行贷款等，需要的资本金也相对比较少。

图表 23：地方政府专项债可用于项目资本金的领域以及规模要求（单位：亿元）

时间	来源	要求
2019年6月10日	中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》	允许将专项债券作为符合条件的重大项目的资本金。从这里的“重大项目”的定义上来看，主要是**4个领域**：“主要是**国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目**”。
2019年9月7日	财政部新闻发布会	财政部宣布允许专项债券作为资本金支持的项目领域进一步扩大为10个：“为更多吸引社会资金投入，更好发挥专项债券资金促进投资的作用，进一步扩大专项债券作为项目资本金的领域，将专项债券可用作项目资本金范围明确为符合上述重点投向的重大基础设施领域。具体由现有4个领域项目进一步扩大为**10个领域**项目：**铁路、收费公路、干线机场、内河航电枢纽和港口、城市停车场、天然气管网和储气设施、城乡电网、水利、城镇污水垃圾处理、供水。**” 从发行规模方面，财政部给出了20%的比例要求：“鼓励地方在符合政策规定和防控风险的基础上，尽量多安排专项债券用于项目资本金。以省份为单位，专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的**比例一般控制在20%**左右。具体还要根据项目实际情况作出安排，更好发挥专项债券的带动作用。”
2020年4月3日	国务院联防联控机制新闻发布会	提高专项债作为重大项目资本金的比例。去年的比例是20%，今年允许地方适当提高比例，加大社会资本投入，提高专项资金发挥作用。
2020年3月31日	21世纪经济报道	2020年专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例**由20%提升至25%**，相当于带来了1750亿的增量。
2020年7月1日	国务院常务会议	在今年新增地方政府专项债限额中安排一定额度，允许地方政府依法依规通过认购可转债券等方式，探索合理**补充中小银行资本金**的新途径。

资料来源：财政部，国务院，21 世纪经济报道（http://www.21jingji.com/2020/3-31/1OMDEzODBfMTU0ODE1OQ.html），中金公司研究

图表 24：各省发行新增地方专项债用作资本金专项债规模情况（上）；专项债用作资本金领域情况（下）



资料来源：中国债券信息网，中金公司研究

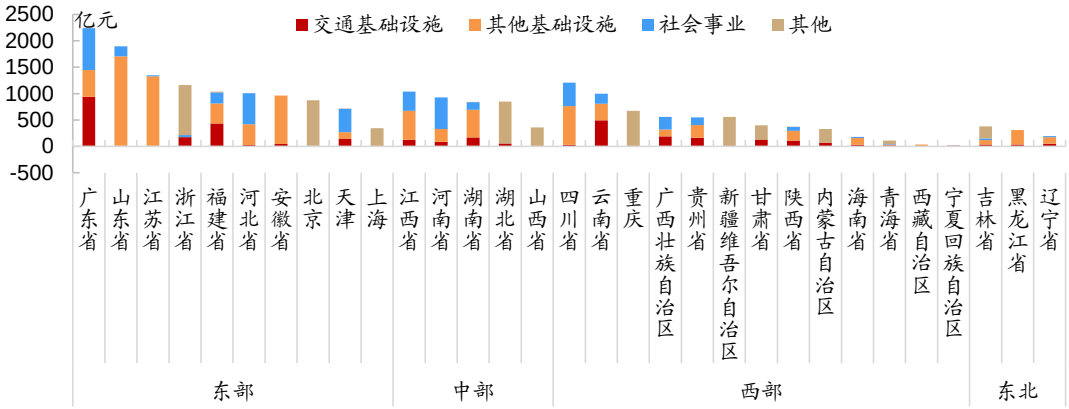
3、专项债投向的区域特点——东部聚焦市政基础设施，西部则向铁路公路等交通建设倾斜

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

1-7 月来看，各省包括医疗、教育等民生社会事业的投向占比均显著提升，部分省份专项债投向社会事业的占比较高，如广东、河北、河南、江西和四川。如果将各省大体划分为东部、中部、西部和东北部汇总来看，各地区专项债投向占比最高的还是市政和产业园区基础设施建设，其次是交通基础设施建设。可以看出，东部省份整体投向市政基础设施建设更多，而西部省份更像交通类项目倾斜。东北地区民生和环保和农林水利类的投入都显著更少，投向较为集中在基础设施建设领域。此外，今年的创新品种如新基建、老旧小区改造等多数均位于东部省份，整体来看东部省份的专项债创新步伐更快一些。

图表 25: 1-7 月各省专项债投向规模



资料来源：Wind，中国债券信息网，中金公司研究；备注：统计截至 2020 年 7 月 30 日

图表 26: 1-7 月分地区专项债投向占比（单位：%）

领域	东部	中部	西部	东北
市政和产业园区基础设施	41.0	30.6	25.3	54.4
交通基础设施	15.4	11.8	21.2	13.9
普通专项债	10.4	27.1	30.3	25.6
民生服务	10.0	19.4	15.1	3.5
生态环保	9.3	8.1	1.4	2.3
其他	8.2	4.3	0.0	0.0
农林水利	4.2	5.2	3.1	0.0
新基建	0.7	0.0	0.0	0.0
能源项目	0.3	0.0	0.2	0.2
文化旅游	0.2	1.3	0.9	0.0
旧改	0.2	0.1	0.0	0.0
冷链物流设施	0.1	0.0	1.5	0.0
乡村振兴	0.0	1.3	1.1	0.0
总计	100.0	100.0	100.0	100.0

资料来源：Wind，中国债券信息网，中金公司研究；备注：统计截至 2020 年 7 月 30 日

4、老旧小区专项债：作为新品种推出，支持项目数量大幅增加

去年以来，中央对老旧小区改造工作的重视程度显著提升，政策支持力度逐步加大。改造目标从“试点探索”到“全面推进”——从 2019 年“改造城镇老旧小区 1.9 万个”、“涉及居民 352 万户”到 2020 年“改造城镇老旧小区 3.9 万个”，“涉及居民近 700 万户”，改造目标翻番；融资渠道也不断拓宽，一开始是安排“中央专项资金”支持，后续加入了地方政府专项债作为倾斜支持；近期，国务院更是出台了细致全面的指导意见来落实老旧小区改造的任务。从去年以来陆续推出的政策可以看到老旧小区改造的工作重要性显著提升，我们预计专项债作为其中重要的资金来源，后续的发行规模也将继续提升。

从今年以来的专项债发行来看，今年 4 月国常会提出专项债向老旧小区倾斜后，老旧小区专项债发行规模明显提升，5 月单月全国地方专项债支持老旧小区项目数量大幅提升至 117 个，而此前只有零星的个位数的项目。并且在专项债的名称上，部分省份发行时特别为支持老旧小区类的专项债而申请了一类专项债新品种——“老旧小区改造”类型专项债，并直接体现在债券名称中。住建部将老旧小区改造内容分为三类：基础类，包括水、暖、气、路等市政配套基础设施改造提升等；完善类，包括小区的环境及配套设施提升等；提升类，包括养老、托幼、医疗等社区公共服务产品的供给。目前来看，老旧小区专项债投资项目主要以基础性改造为主，即水、电、气、路整治等基础设施的维修完善等，同时带有完善类提升工程，但具体改造内容中明确提出提升或完善养老、托幼、医疗等公共服务内容的项目数量较少。这些老旧小区改造项目的筹资方式多为专项债和财政资金组合，兼有银行贷款、企业自筹、商户与居民付费等方式；偿债来源以小区内收入为主，包括水、电、气相关费用的收入，停车位租金或停车费收入、广

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

告收入、物业租金收入等，收入比较有限；部分项目为了弥补偿债收入的不足则安排了周边土地出让收入、政府补贴及打包其他盈利性更强的周边项目来增加现金流入。

从地域分布来看，今年 1-7 月发行专项债投向老旧小区改造项目的多数集中在东部沿海省市，从项目数量来看，江苏、广东、山东位列前三；从金额来看，湖北最多，其次仍然是东部省市上海、福建（厦门）和江苏。湖北省主因两个景区和两个核心片区老旧小区改造项目专项债发行规模较大，共筹资 117 亿元。

图表 27： 去年以来老旧小区支持政策演变

时间	会议/文件	机构	主要内容	备注
2019.03.05	《2019年国务院政府工作报告》	国务院	城镇老旧小区量大面广，要大力进行改造提升，**更新水电路气等配套设施，支持加装电梯和无障碍环境建设**，健全便民市场、便利店、步行街、停车场等生活服务设施。	明确改造内容
2019.04.15	《关于做好2019年老旧小区改造工作的通知》	住建部、发改委、财政部	1.**摸排**全国城镇老旧小区基本情况；2.指导地方因地制宜**提出**当地城镇老旧小区**改造的内容和标准**；3.部署各地自下而上，合理确定2019年改造计划；4.推动地方创新改造方式和资金筹措机制。按照“业主主体、社区主导、政府引领、各方支持”的方式统筹推进，采取“居民出一点、社会支持一点、财政补助一点”等多渠道筹集改造资金。	工作部署
2019.06.19	国务院常务会议	国务院	1.**抓紧明确改造标准和对象范围，今年开展试点探索**，为进一步全面推进积累经验。2.**加强政府引导**，压实地方责任，加强统筹协调，发挥社区主体作用，尊重居民意愿，动员群众参与。**重点改造建设小区水电气路及光纤等配套设施，有条件的可加装电梯，配建停车设施**。促进住户户内改造并带动消费。3.创新投融资机制。今年将对城镇老旧小区改造安排中央补助资金。鼓励金融机构和地方积极探索，以可持续方式加大金融对老旧小区改造的支持。运用市场化方式吸引社会力量参与。4.要在小区改造基础上，引导发展社区养老、托幼、医疗、助餐、保洁等服务。推动建立小区后续长效管理机制。	工作部署
2019.09.17	《中央财政城镇保障性安居工程专项资金管理办法》	财政部、住建部	**资金适用范围**：老旧小区改造。**主要用于小区内水电路气等配套基础设施和公共服务设施建设改造**，小区内房屋公共区域修缮、建筑节能改造，支持有条件的加装电梯支出。 **资金分配方法：**按照各地区年度老旧小区改造面积、改造户数、改造楼栋数、改造小区个数和绩效评价结果等因素以及相应权重，结合财政困难程度进行分配。2019年老旧小区改造面积、改造户数、改造楼栋数、改造小区个数等因素权重分别为40%、40%、10%、10%，以后年度老旧小区改造面积、改造户数、改造楼栋数、改造小区个数因素、绩效评价因素权重分别为40%、30%、10%、10%、10%。年度老旧小区改造面积、改造户数、改造楼栋数、改造小区个数按各地向住房城乡建设部申报数确定，绩效评价结果为经财政部当地监管局审核认定的绩效评价结果。 **资金使用方式：**专项资金根据支持内容不同，可以采取投资补助、项目资本金注入、贷款贴息等方式，发挥财政资金引导作用，吸引社会资本参与城镇保障性安居工程投资建设和运营管理。	中央财政支持
2019.12.12	中央经济工作会议		明确做好城镇老旧小区改造是**2020年重点工作**：要加大城市困难群众住房保障工作，加强城市更新和存量住房改造提升，做好城镇老旧小区改造。	提升重要性
2020.04.14	国务院常务会议	国务院	**今年各地计划改造城镇老旧小区3.9万个，涉及居民近700万户，比去年增加一倍，重点是2000年底前建成的住宅区。**各地要统筹负责，按照居民意愿，重点改造完善小区配套和市政基础设施，提升社区养老、托育、医疗等公共服务水平。建立政府与居民、社会力量合理共担改造资金的机制，中央财政给予补助，**地方政府专项债给予倾斜**，鼓励社会资本参与改造运营。	扩大改造范围，新增专项债支持
2020.04.16	国务院政策例行吹风会	国务院	自2019年起，将城镇老旧小区改造纳入保障性安居工程，安排中央补助资金支持。2019年，各地改造城镇老旧小区1.9万个，涉及居民352万户。2020年，各地计划改造城镇老旧小区3.9万个，涉及居民近700万户。 在资金筹措方面，黄艳表示，资金投入将是多方面的。过去基本上是两个渠道，包括地方财政、水电气等专营单位出资，过去中央政府的资金支持很少，居民个人出的钱也非常少。现在的改造资金，一方面，从去年开始，国家发改委、财政部已经安排了中央补助资金。另一方面，鼓励社会力量参与，帮助完善社区公共服务供给，以服务设施长期运营收入作为盈利点。	筹资渠道
2020.05.22	《2020年国务院政府工作报告》	国务院	新开工改造城镇老旧小区3.9万个，支持管网改造、加装电梯等，发展居家养老、用餐、保洁等多样社区服务。	丰富改造内容
2020.07.17	城镇老旧小区改造战略合作协议	住建部推动	在未来五年内，国家开发银行、中国建设银行预计将向5省9市共提供4360亿元贷款，重点支持市场力量参与的城镇老旧小区改造项目。其中，国家开发银行预计将向吉林等5个省提供2610亿元贷款，中国建设银行预计将向重庆等9个城市提供1750亿元贷款。	筹资支持
2020.07.20	《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》	国务院	工作目标：2020年新开工改造城镇老旧小区3.9万个，涉及居民近700万户；到2022年，基本形成城镇老旧小区改造制度框架、政策体系和工作机制；到“十四五”期末，结合各地实际，力争基本完成2000年底前建成需改造城镇老旧小区改造任务。 明确改造对象范围、改造内容；建立统筹协调机制、健全动员居民参与机制、建立改造项目推进机制、完善小区长效管理机制；建立改造资金政府与居民、社会力量合理共担机制，合理落实居民出资责任，加大政府支持力度，持续提升金融服务力度和质效，推动社会力量参与，落实税费减免政策；完善配套政策，加快改造项目审批，完善适应改造需要的标准体系，建立存量资源整合利用机制，明确土地支持政策；强化组织保障。	全面、细致的顶层设计

资料来源：国务院，住建部，发改委，财政部，新华网，中金公司研究

图表 28：湖北省部分老旧小区改造项目情况简介

项目名称	募资规模（亿元）	计划总投入（亿元）	老旧小区改造具体内容	偿债资金来源
汉口历史风貌区老旧小区改造及旅游功能提升项目	40	144	改造老旧小区、历史文化风貌街区整治与文物保护建筑修缮改造、市政基础设施建设等	商用物业租金收入（餐饮业、娱乐业、休闲业；商务办公）、自营物业收入（餐饮、酒店）、广告收入、停车收入、综合管廊有偿使用费收入、网络租赁费收入
武昌古城老旧小区改造建设项目	36	158	文旅设施等古城风貌区保护建设、停车场等配套基础设施建设、小区供排水管网改造等区域升级改造	文旅类用房租金收入、配套用房出租收入、停车场收入、广告收入
武汉市**江汉区武汉金融街片区**老旧小区功能提升工程	20	90	老旧小区改造升级、新金融产业集聚区设立、新商业智慧街区设立、新经济产业园区设立	购置物业租金收入、物业费收入、广告收入、停车费收入、新金融产业收入、新金融智慧街区收入
武汉市**江岸区核心片区**老旧小区功能提升改造工程	10	47	排水设施建设与维护、配套项目维修改造、智慧提升项目、新增停车位及充电桩、新建停车楼、风景园林工程	停车位收入、商用物业租金收入、快递柜及售水机运营管理费、广告收入、二次供水收入、物业费收入、充电桩收入、足球场收入
总计	**106**	**440**	-	-

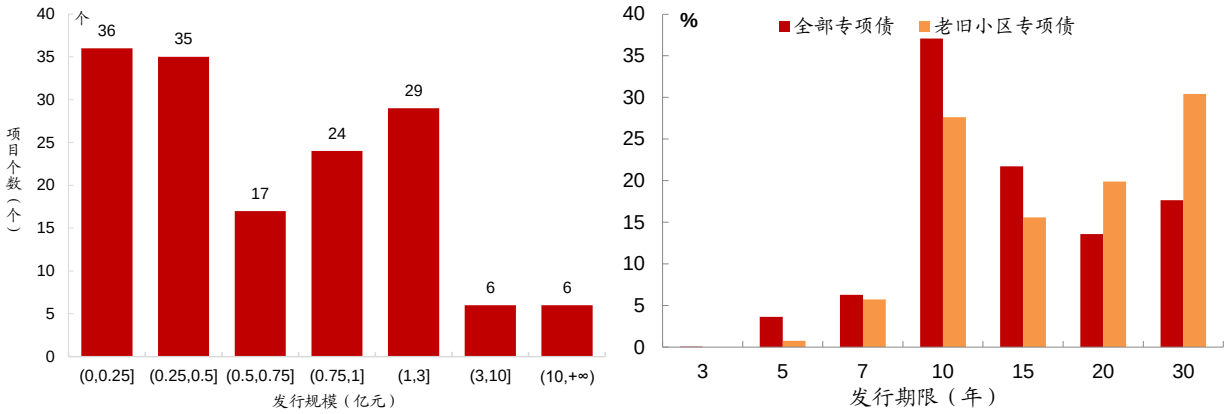
资料来源：Wind，中国债券信息网，中金公司研究

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

从规模来看，多数项目投资规模均比较小，多数项目通过专项债募集资金规模不超过 1 亿元，主要是因为老旧小区改造项目平均资金投入量相比其他基建项目例如铁路等，总金额比较小；从项目期限分布来看，多数老旧小区改造项目专项债期限在 10 年以上，30 年期最多，比其他类型的项目平均期限更长，利于减轻盈利性不强的老旧小区项目的偿债压力。

图表 29：专项债支持老旧小区改造项目规模分布（左）；老旧小区改造项目期限分布（右）（数据截止 2020.07）



资料来源：Wind，中国债券信息网，中金公司研究

5、特别国债：“中央代发、部分代偿的地方政府专项债”

特别国债于 7 月底前发行完毕，共发行 1 万亿元，其中 5 年期、7 年期、10 年期分别发行了 2000 亿元、1000 亿元、7000 亿元，5 年期和 7 年期共 3000 亿元本息都由中央财政偿还，10 年期的 7000 亿元本金由地方财政偿还，利息由中央财政偿还。同时财政部强调，要确保新增财政赤字和抗疫特别国债相关资金直达市县基层、直接惠企利民。在近期召开的上半年财政收支情况新闻发布会上，财政部表示，6 月底前已将具备条件的直达资金全部下达地方。

从资金投向来看，财政部副部长许宏才表示，“特别国债主要用于有一定资产收益保障的公共卫生等基础设施建设和抗疫相关支出，包括支持小微企业发展、财政贴息、减免租金补贴等。”据媒体报导[4]，1 万亿元中，用于基建项目额度是 7000 亿元，需要一定收益，这笔资金允许做项目资本金。用于抗疫相关支出额度是 3000 亿元。具体到基建领域，范围比较广泛，其中突出了跟疫情相关的基建设施，范围包括：公共卫生体系建设、重大疫情防控救治体系建设、粮食能源安全和应急物资保障体系建设、产业链改造升级、城镇老旧小区改造、污水垃圾处理等生态环境治理工程、交通、供水供电供气等市政设施、重大区域规划相关基建、水利、农业、林业、县城建设等基建。资金严禁投向的领域包括四个领域：严禁用于土地储备和棚户区改造项目，严禁用于政府性楼堂馆所和建设政绩工程、形象工程，严禁用于清偿政府拖欠的民营企业中小企业账款，不得拨付给地方政府融资平台公司。投资基建项目还需要满足具备一定收益保障的要求，例如某些省份要求申报的基建项目收益率原则上不低于 60%，某些省份要求这个比例为 70%。

从特别国债支持的领域和禁止投向的领域来看，特别国债的支持范围与地方政府专项债支持的领域几乎一致，特别国债其实本质上接近于中央代发、部分代偿的地方专项债，对于专项债起到补充作用。并且特别国债允许在 20%比例内调入一般公共预算统筹使用，用法类似于地方专项债用作项目资本金用于对预算内财政资金的替代。

[4] https://www.yicai.com/news/100674849.html

liaohan.net nblax520.com

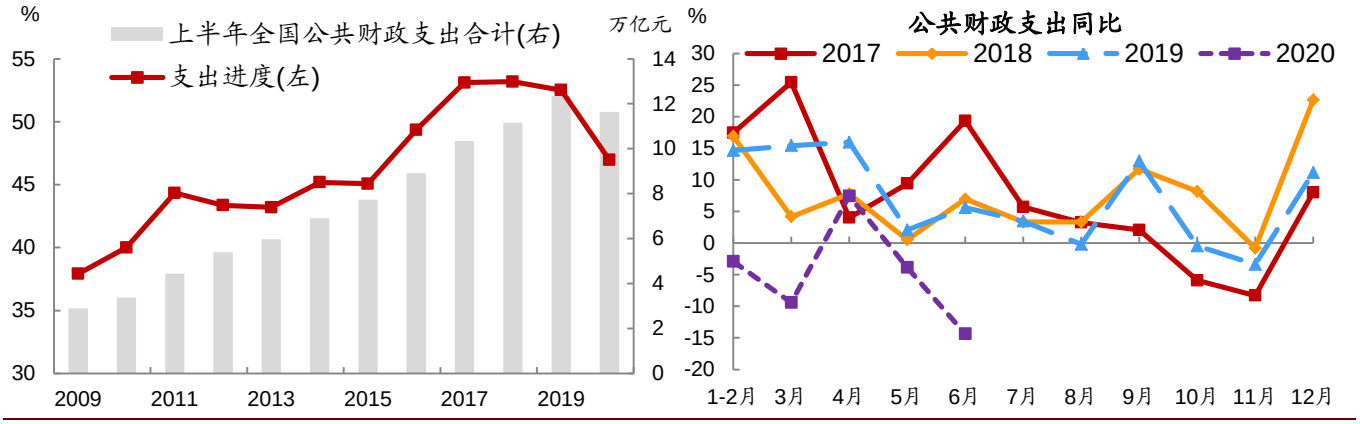
lax889889.com 299520.xyz

三、上半年财政支出进度偏慢，下半年有望加速，但发力方向仍在民生领域

1、疫情影响下，财政收支均出现明显下滑，支出进度偏缓，政府性基金对一般公共财政支出起到补充作用

受疫情影响，今年财政收入和支出均出现明显下滑，支出进度偏缓。上半年全国一般公共财政支出合计 11.6 万亿元，占全年预算额度的 47%，支出进度为 2016 年以来新低。月度节奏来看，4 月曾有明显发力，单月同比大幅提升至 7.5%，但 5、6 月再度走弱，尤其 6 月，当月财政支出同比降至-14.4%。财政支出进度偏慢，主要受地方支出拖累。上半年地方财政支出合计 10.0 万亿元，同比下降 6.2%，支出进度占全年预算额的 47%。

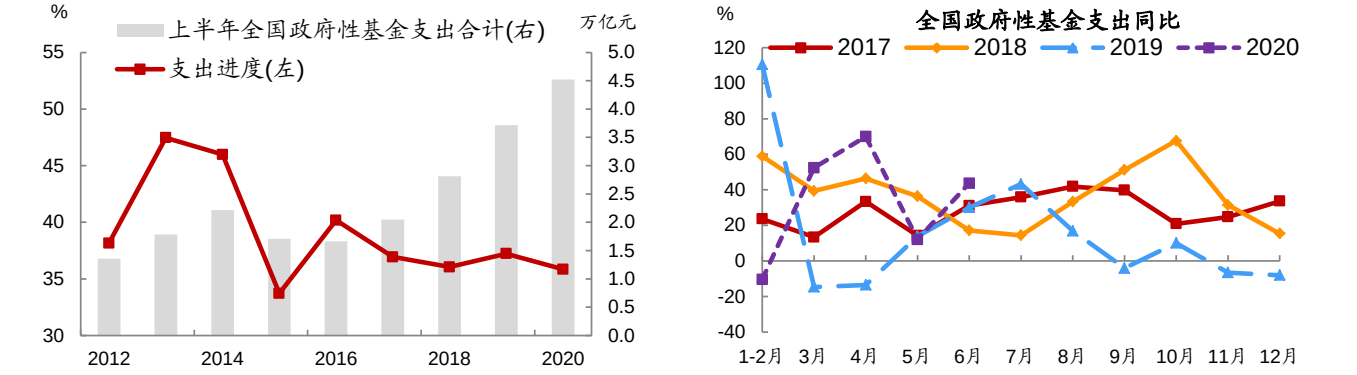
图表 30：上半年财政支出进度偏慢，5 月以来同比增速再度下滑



资料来源：万得资讯、中金公司研究

虽然上半年一般财政支出整体走弱，但 3 月以来政府性基金支出力度有一定增强，主要是地方贡献。从支出进度来看，前 5 个月，全国政府性基金支出合计 3.19 万亿元，占全年预算 25%，6 月新增支出 1.34 万亿元，当月同比增长 43.7%，累计支出增至 4.52 万亿元，占全年预算比例进一步升至 36%，支出明显提速。政府性基金支出的发力，很大程度是源于上半年专项债新增较多，上半年，地方债新增债券发行额合计 27869 亿元，其中专项债 22313 亿元，占比 80%。而财政部多次提及，“加快债券发行使用，推动建设一批重大项目，及早形成实物工作量”等，各地政府对地方债募集资金的使用效率也有明显提升。截至 7 月 14 日，新增专项债券资金已支出 1.9 万亿元、占发行额的 85%，其中有 14 个地区支出进度在 90%以上。

图表 31：政府性基金支出有所提速，尤其是 6 月，单月推进了 11%的全年支出预算进度



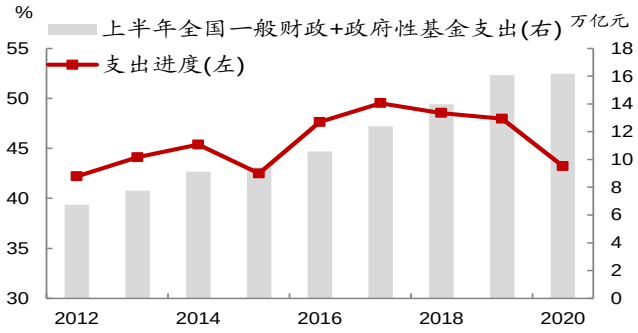
资料来源：万得资讯、中金公司研究

政府性基金支出对一般公共财政支出起到了补充作用，但合计来看，整体的财政发力节奏仍要慢于同期。上半年全国一般公共财政支出与政府性基金支出合计 16.16 万亿元，同比增长 0.58%，占全年预算合计的比例为 43%，其中来自地方支出为 14.46 亿元，同比增长 1.21%。相比于支出而言，如果用赤字来衡量，则今年上半年财政发力力度仍处在较高水平。上半年公共财政赤字累计 2.02 万亿元，占全年赤字预算 53.8%，略低于去年同期的 56.9%，但明显高于其他年份。政府性基金收支差额的累计值也是大幅提升至 1.37 万亿元，去年同期仅为 5369 亿元，同比增幅高达 156%。

liaohan.net nblax520.com

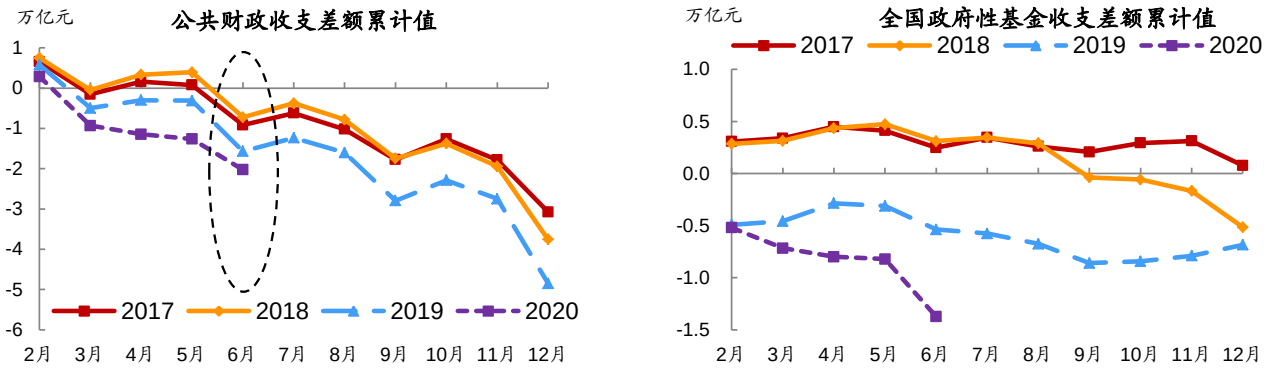
lax889889.com 299520.xyz

图表 32：上半年，一般公共财政支出与政府性基金支出合计的同比增速转正，但支出进度尚不及 50%



资料来源：万得资讯、中金公司研究

图表 33：虽然支出来看，财政发力进度偏慢，但从赤字情况来看，其实上半年财政发力力度还是比较大的

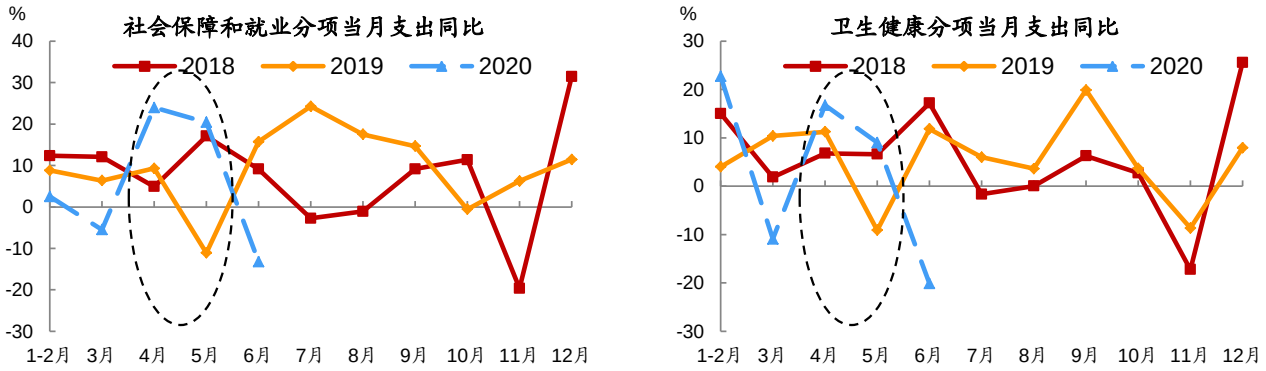


资料来源：万得资讯、中金公司研究

2、今年上半年财政支出集中在基建、民生等领域，对经济的实际拉动效果与往年不同

今年财政支出明显倾向于基建及基层民生领域，其对经济的实际拉动效果与往年不同。从一般财政支出分项占比来看，累计同比为正的仅农林水事务、社会保障和就业（分别为 7.9%、1.7%），卫生健康小幅为负（-0.2%），同比拖累较为明显的为城乡社区事务、节能环保、交运、科学技术。从各分项占比来看，整体格局仍以社会保障和就业、教育、卫生健康、农林水事务为主，但与去年同期相比，今年上半年支出有向社保和就业、农林水事务、卫生健康倾斜，支出占比分别为 15.42%、8.76%、8.65%，分别较去年同期抬升 1.14、1.11、0.48 个百分点；支出占比降幅最大的为城乡社区事务项，降至 8.56%，较去年同期下降 2.96 个百分点。社保和就业、卫生健康支出占比提升，主要是承接疫情影响，支出集中在 3、4 月份，社保和就业相关支出 3、4 月同比增速分别为 24.0%和 20.4%，卫生健康相关支出 3、4 月同比增速则分别为 16.7%和 9.0%；农林水事务支出则主要是承接污染防治攻坚战以及防洪防汛安排，该项支出 5 月单月同比增长 12.1%，6 月进一步提升至 28.3%。地方债投向也表现出相同的特征，新增债券资金用于基建、民生相关项目的占比明显提升，投向地产相关类（含棚改、保障性住房、旧改）、土储则大幅下降。

图表 34：3、4 月的支出以应对疫情为主，体现“保就业、保民生”

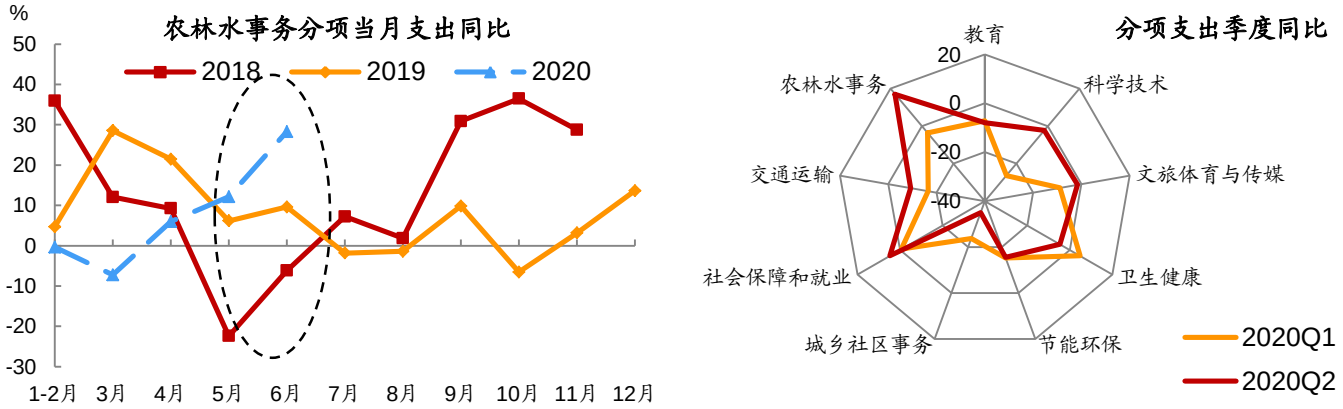


资料来源：万得资讯、中金公司研究

liaohan.net nblax520.com

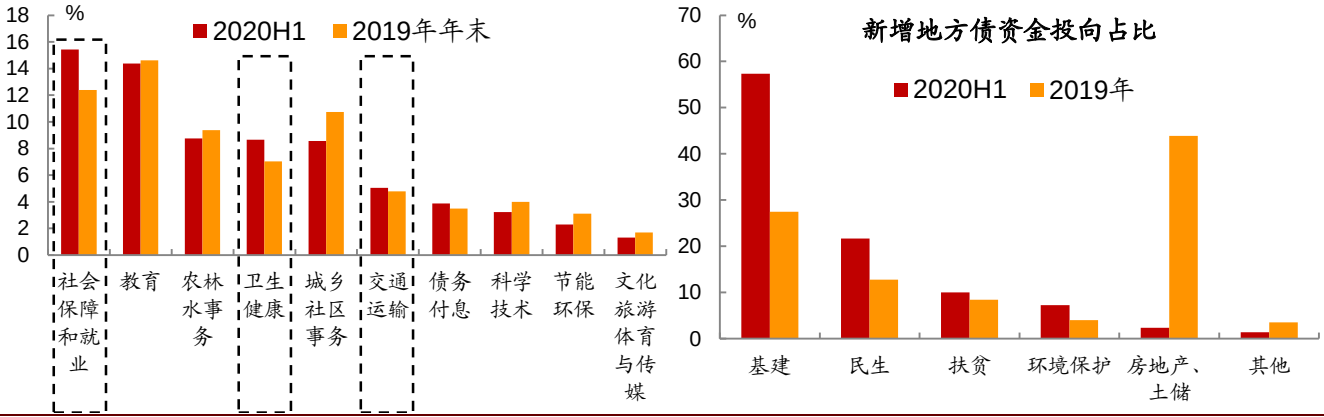
lax889889.com 299520.xyz

图表 35: 5、6 月份农林水事务的支出同比转正，可能用于污染防治攻坚战以及抗洪防汛救灾



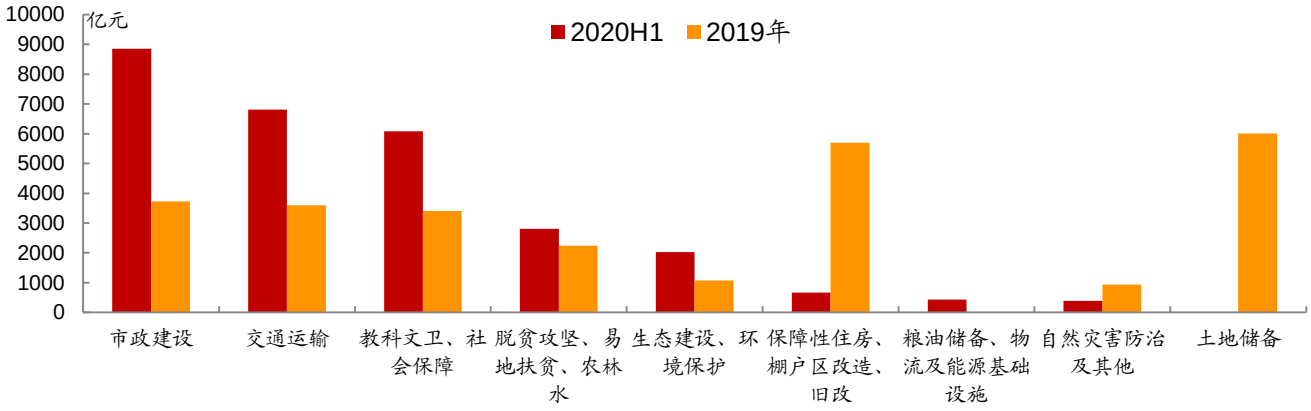
资料来源：万得资讯、中金公司研究

图表 36: 一般公共财政支出向民生领域倾斜（左）；新增地方债资金投向上，基建类占比大幅提升（右）



资料来源：万得资讯、财政部，中金公司研究，注：基建包括市政建设、交通运输、粮油储备、物流及能源基础设施。民生包含教科文卫、社会保障，扶贫包含脱贫攻坚、易地扶贫、农林水，房地产包含保障性住房、 棚户区改造、旧改

图表 37: 新增地方债资金投向上，市政建设、交通基础设施、及社会保障类明显增多



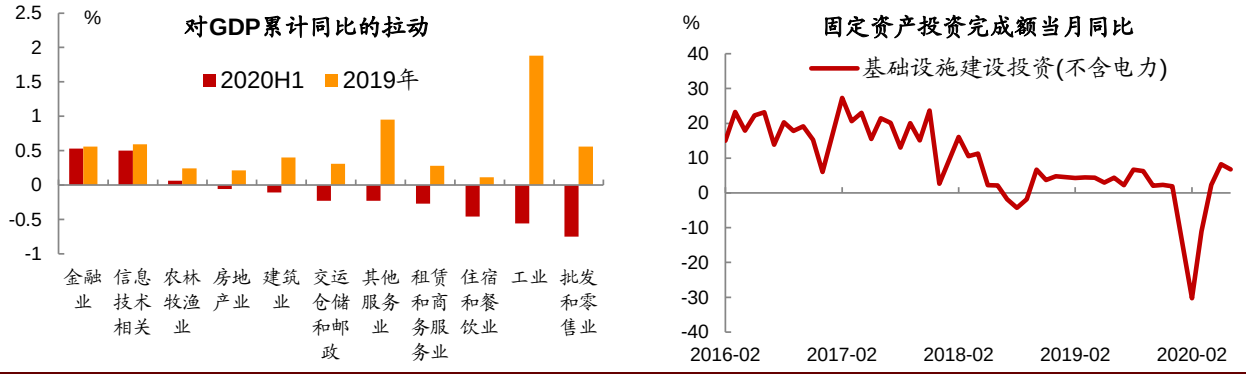
资料来源：财政部、中金公司研究

对比各行业固定资产投资完成额累计同比，上半年为正的行业包括农林牧渔，电力、热力、燃气及水生产和供应业，教育，卫生和社会工作，这些行业的特征为更偏向民生领域。相比之下，虽然新增地方债资金投向基建领域的占比提升，但基建投资（不含电力）累计同比仍下降 2.7 个百分点。分月节奏来看，4 月基建分项同比转正，5 月进一步走强，当月同比增长 8.3%，但 6 月重新回落至 6.8%。可以看到上半年财政支出对基建的拉动效果并没有想象中的那么强。

liaohan.net nblax520.com

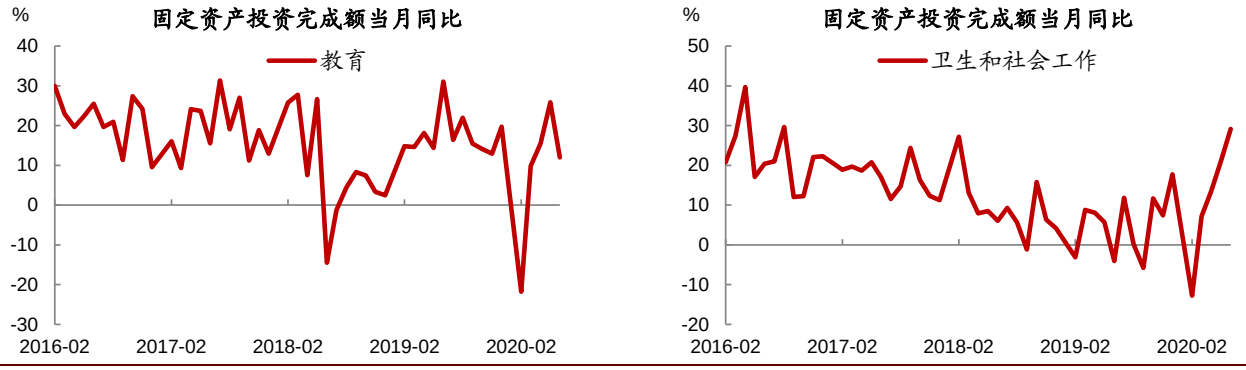
lax889889.com 299520.xyz

图表 38：上半年 GDP 增长主要来自于金融业和科技相关产业的贡献（左）；基建投资的增速并没有想象中那么强（右）



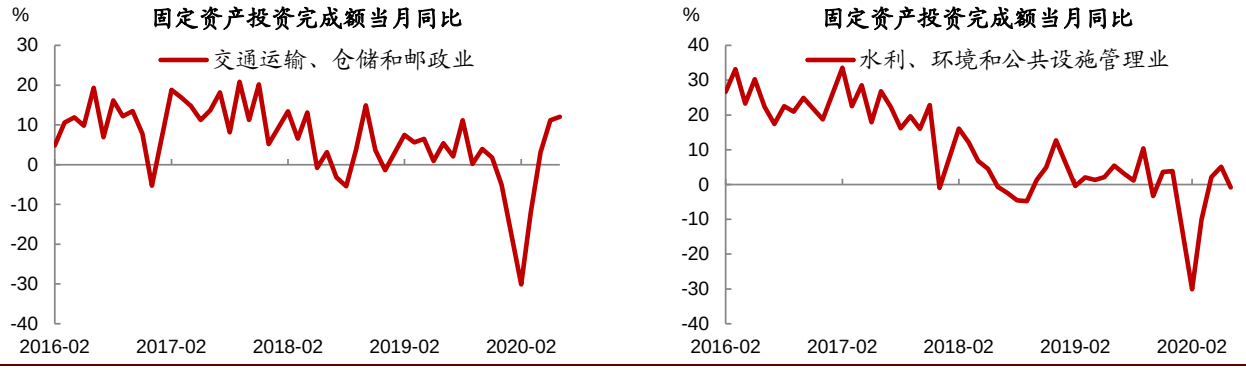
资料来源：Wind、中金公司研究

图表 39：教育、卫生和社会工作对应的投资额同比有明显提升



资料来源：Wind、中金公司研究

图表 40：基建中，交运边际改善，但水利、环境、公共设施相关领域有所拖累



资料来源：Wind、中金公司研究

3、下半年财政发力空间较大，但仍会以保民生为主

按照财政部 2020 年中央和地方预算草案报告披露，今年全国一般公共预算收入 180270 亿元，加上调入资金及使用结转结余 29980 亿元，收入总量为 210250 亿元。全国一般公共预算支出 247850 亿元（含中央预备费 500 亿元）。全国政府性基金预算收入 81446.05 亿元，加上上年结转收入 180.04 亿元、抗疫特别国债收入 10000 亿元和地方政府专项债务收入 37500 亿元，全国政府性基金收入总量为 129126.09 亿元。全国政府性基金预算支出 126123.59 亿元，调入一般公共预算 3002.5 亿元。如果扣减上半年实际执行情况，并假设预算 100%完成，我们可以大体预估计划内的下半年财政收支压力能有多大。由于今年财政强调“以收定支”，财政支出能否完成预设目标，一定程度取决于财政收入情况。从收入端来看：

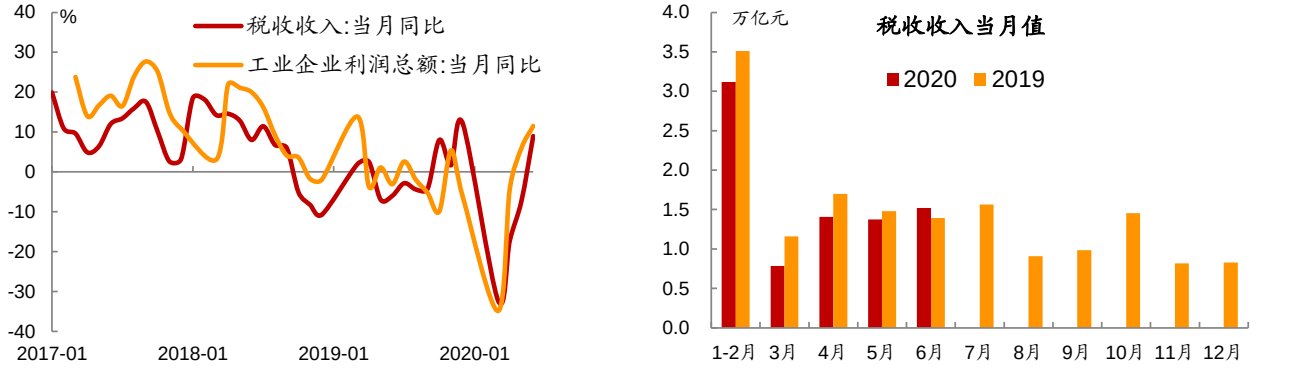
1）全国一般公共财政方面：假定完成全年预算额，则下半年一般公共财政收入约在 8.41 万亿元，压力低于上半年，同比增长 1.89%。公共财政收入中，税收占比往往高于 80%，最近 5 年均值水平在 83%，今年上半年占比则为 85%。税收收入中占比比较高的为增值税、企业所得税、消费税、个人所得税，合计占税收收入比例通常在 77-78%

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

左右（近三年）。因此税收收入很大程度取决于企业经营状况。从企业利润增速看，5 月同比已经转正，6 月同比进一步升至 11.5%，也带动税收当月同比转正至 8.97%。下半年，工业企业利润有望进一步好转，从而带动税收收入持续修复。如果按照全年税收收入占公共财政预算收入的 85%估算（与上半年持平），全年税收收入需要达到约 15.32 万亿元，同比下降 3%，考虑到上半年实收 8.2 万亿元，则下半年仍需收缴约 7.12 万亿元，同比增速需达到 8.65%。考虑到今年疫情影响下，税基规模相应收缩，叠加财政对冲已经对部分税费进行减免，达成 8.65%的增长幅度存在一定困难。财政部在上半年财政政策执行情况报告中也提及，“疫情冲击导致税基减少，以及为支持疫情防控保供、企业纾困和复工复产采取减免税、缓税等措施，拉低收入增幅 10 个百分点。同时，前几个月增值税翘尾减收拉低收入增幅 4 个百分点。单独测算疫情冲击以及为应对疫情采取减免税等措施的影响，分别拉低 1-6 月各月收入增幅约 1 个、13 个、25 个、15 个、10 个、5 个百分点”。如果下调税收收入占比至去年水平（83%），则下半年税收收入同比增速需达到 3.15%，增长规模约 2066 亿元，存在完成的可能性，但这也意味着全年非税收入的占比需提高到 17%。如果下半年税收收入于去年同期持平（全年同比下降约 6.6%），则全年税收收入占财政收入比例为 81.9%，对应非税收入占比需提升至 18%左右。因此财政收入想要达到预算值，非税收入的占比需要至少维持去年相近的水平。而 2019 年非税收入贡献提升已经较为明显，主要来源于三部分，国企（金融为主）利润上缴、国有资源有偿使用、罚没收入。如果今年下半年非税收入与去年同期持平，则这部分对合计预算贡献的占比约 17.3%，如果想要将该比例提升至 18%，意味着下半年非税收入要同比多增近 1300 亿元，最终可能仍需通过去年三种方式进行补足。整体而言，考虑到非税收入的调整空间仍在，叠加 6 月税收增长明显好转，一般公共财政收入完成全年预算额的压力相对不大。

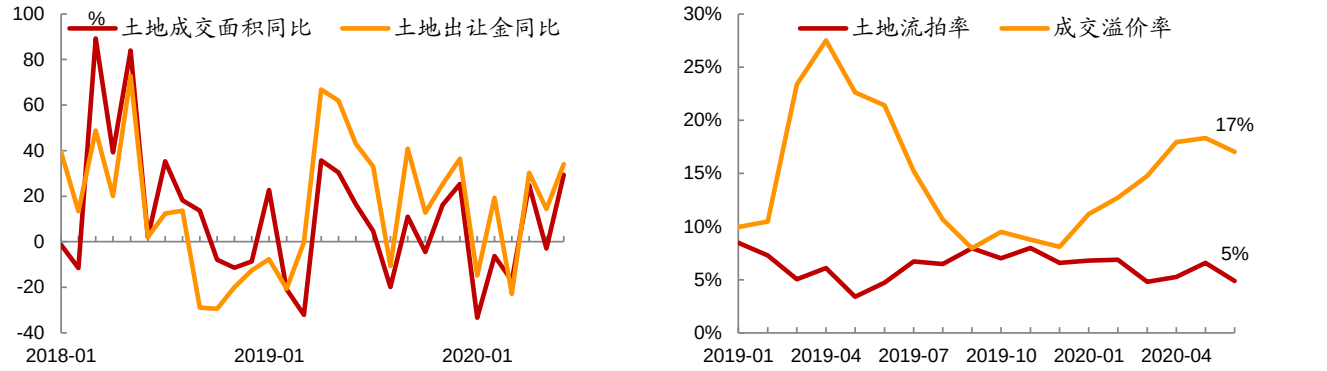
图表 41：土地出让收入累计同比 5 月小幅转正，6 月进一步升至 5.2%，对应支出有所增长



资料来源：万得资讯、中金公司研究

2）政府性基金方面：假定完成全年预算额，则下半年中央本级收入约在 2020 亿元，低于去年同期水平，同比减少 1.49%。地方层面，地方本级收入约 4.79 万亿元，同比下降 5.4%，其中土地出让收入约 4.23 万亿元，同比下降 7.67%；中央转移支付 6308 亿元；专项债 1.50 万亿元；地方本级合计收入来源 6.93 万亿元。政府性基金收入不确定性的部分主要是土地出让收入，即政府的卖地收入。4 月以来土地市场景气度大幅回升，5 月 300 城住宅用地平均成交溢价率达 19%，6 月小幅降至 17%，仍在历史较高水平。下半年来看，受包括信托在内的融资口径边际收紧影响，我们认为开发商融资会有所回落，对应的拿地热情可能降温，拿地速度也可能放缓。考虑到上半年地方国有土地使用权出让收入累计同比为 5.2%，而预算草案里则是全年同比下降 3%，因此下半年而言，即便土地出让收入同比下降 7.67%，仍能完成预算任务。因此政府卖地对下半年地方政府性基金收入的压力较小，我们预估全国政府性基金收入的预算任务可以达标完成，甚至实际收入会超过预算（假设全年土地出让收入与去年持平，仍会超过预算约 2100 亿元）。

图表 42：300 城土地成交和出让金同比恢复正增长（左）；300 城住宅用地成交溢价率自年初以来持续上行



资料来源：万得资讯、中金公司研究

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

综上而言，从收入端来看，财政部想要完成年初的预算难度不大。财政部部长刘昆在此前接受新华社记者采访时也曾表态，“综合来看，我国经济内在向好的基本面没有改变，随着经济的稳步回升，通过努力，我们有信心完成今年财政各项目标任务”。因此“以收定支”模式下，我们预计今年广义财政支出也有望完成预期值。假设预算内支出 100%达标（不超），则对财政支出端而言：

1）全国一般公共财政方面：下半年支出约在 13.14 万亿元，较上半年增加 1.5 万亿元，同比增长 13.96%。

2） 政府性基金方面：下半年中央本级支出 2151 亿元，同比减少 3.92%；地方本级支出约 7.88 万亿元，大幅高于去年同期，同比增长 51.5%。

广义财政支出合计来看，一般公共财政 13.14 万亿元，政府性基金 8.09 万亿元，共 21.24 万亿元，同比增长 25.2%，要明显高于往年同期水平，财政发力空间较高。

图表 43：下半年财政收支空间

			上半年实际值（亿元）	全年预算（亿元）	下半年剩余空间（亿元）	同比
一般公共财政	收入		96,176	180,270	84,094	1.89%
	支出		116,411	247,850	131,439	13.96%
	差额补足部分	中央财政赤字（国债）	8,062	27,800	19,738	
		地方财政赤字（一般债）	5,573	9,800	4,227	
		调入资金及使用转结余	-	29,980	-	
政府性基金	中央	中央本级收入	1,591	3,611	2,020	-1.49%
		中央本级支出	630	2,781	2,151	-3.92%
		地方转移支付	1,700	8,008	6,308	
		调入一般公共预算	-	3,003	-	
	差额补足部分	上年转结余收入	-	180	-	
		抗疫特别国债	1,700	10,000	8,300	
	地方	地方本级收入	29,888	77,835	47,947	-5.40%
		其中：土地出让收入	28,129	70,407	42,278	-7.67%
		地方本级支出	44,582	123,342	78,760	51.53%
	差额补足部分	中央对地方转移	1,700	8,008	6,308	
		专项债	22,503	37,500	14,997	
	全国	收入	31,479	81,446	49,967	-5.25%
		支出	45,212	126,124	80,912	49.24%
一般公共财政+政府性基金	收入		127,655	261,716	134,061	-0.89%
	支出		161,623	373,974	212,351	25.24%
	差额		33,968	112,258	78,290	

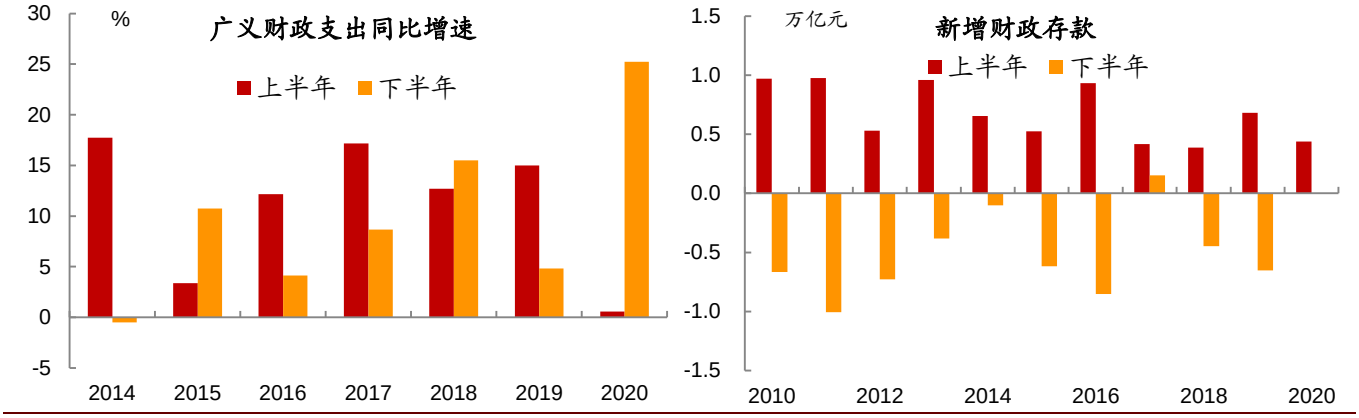
资料来源：万得资讯、财政部，中金公司研究

但实际的执行情况上可能存在一定弹性。一方面，上半年用钱节奏来看，一季度包括税收等在内的一般公共财政收入下降较快，但彼时国债也好、地方债也好，发债速度还没上来，而支出端又要形成比较强的刚性支出，包括减税等一系列措施来对冲实体经济冲击，所以前四个月财政库容资金水平下降较快，财政存款同比增速降幅非常明显。随着 5 月地方债发行起量，地方政府可以用市场化的方式募集一些钱的时候，其实是要先补掉前面用掉的存量的财政存款的缺口， 5 月单月新增财政存款达 1.31 万亿元。下半年来看，虽然政府债的发行规模仍较高，但可能仍有一部分是用来回补财政存款缺口。从历年财政存款的增量来看，上半年以收缴为主 ，财政存款余额会上升，而下半年则是支出为主，下半年的财政存款增量往往都为负。而且从上、下半年体量来看，下半年财政存款的消耗不会高出上半年太多，2010 年以来最高的倍数是 1.37（2012 年），去年下半年财政存款减少则占上半年增量的 95.6%。如果按照 0.95x-1.37x 的倍数来预估，下半年财政存款的消耗量大体会在 4165 亿元-6000 亿元左右。实际赤字不见得是完全用来支撑经济。另一方面，与货币政策相同，财政层面也存在灵活调整的可能。疫情冲击最严重的时期，经济下行压力骤增，所以当时的政策制定上，是倾向于按照最坏的情况做打算。但随着经济稳步复苏，财政层面保障压力也会有所放缓，在撑民生的同时，可能也要统筹大局，根据经济复苏情况进行调节。如果经济复苏要明显好于预期，也不排除财政部灵活调节，留出部分存量。其实年内，包括货币政策、地产等领域，都出现了类似的情况。货币政策在 3、4 月份快速放松，但 5 月以来边际转紧，下半年也开始转向精准调控。地产也是类似的情况，近两个月地产迅速回暖后，央行和监管层面也开始关注违规资金流入房市等现象，重新强调对地产的政策取向不会放松。综上来看，我们预计下半年财政支出的空间要高于上半年，且要明显高于往年，但实际的执行情况来看，也存在一定的弹性，对经济的支撑效果未必会达到预期的 100%。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

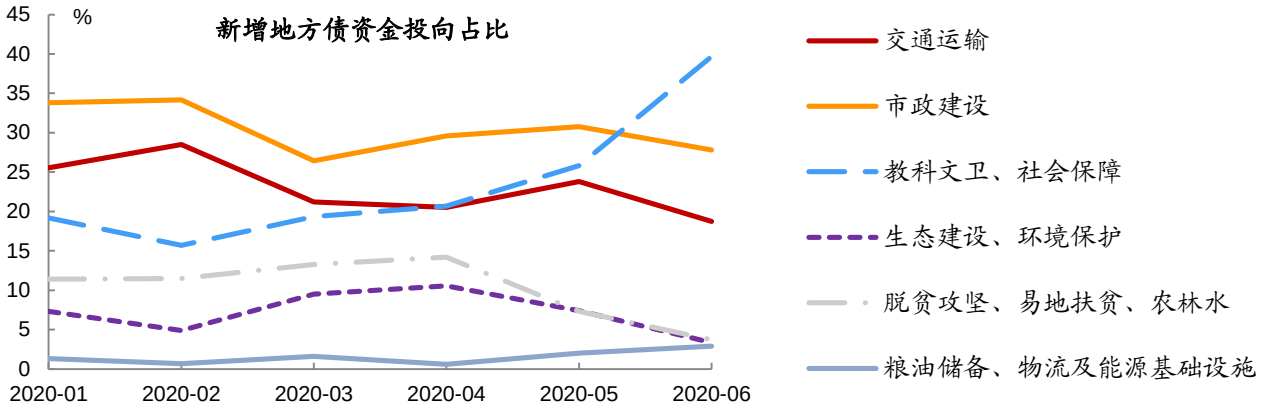
图表 44：下半年广义财政支出同比要明显高于往年，但实际执行效果未必会达到预期的 100%



资料来源：万得资讯、中金公司研究

而且从资金投向看，可能仍以基层民生领域为主。财政部在上半年财政政策执行报告中提及，下半年财政政策的发力方向集中在六个重点领域：千方百计稳定和扩大就业；聚焦打赢脱贫攻坚战，持续改善民生；落实落细减税降费政策，支持市场主体纾困发展；多措并举保粮食能源安全；以创新发展和产业升级保产业链供应链稳定；兜牢基层“三保”底线，保基层正常运转。对于新增赤字和特别国债，要“按照“中央切块、省级细化、备案同意、快速直达”的原则，建立特殊转移支付机制，完善资金分配程序，确保新增财政赤字和抗疫特别国债相关资金直达市县基层、直接惠企利民。…各地充分发挥资金效益，将直达资金用于减免企业房租、创业担保贷款贴息、援企稳岗等方面，支持保市场主体和居民就业，积极发挥资金对产业链、投融资、就业等撬动效应，支持打赢脱贫攻坚战，惠企利民效应逐步显现”。因此新增赤字和特别国债的资金使用上，投向基本还是围绕基层民生。基建、地产等拉动更多是依靠地方政府性基金支出，其中比较大的一部分是新增专项债。从所有新增地方债（含一般债）资金投向占比变动看，4 月以来，教科文卫、社会保障项有明显提升，对应的交运、市政建设、生态建设和环保、脱贫扶贫农林水占比有所回落。按照上半年平均节奏来看，我们预估下半年新增专项债资金投向中，用于交运和市政建设的合计比例可能会小幅下降至 40%-45%，其他生态环境治理、粮油储备、物流及能源基础设施相关的占比合计 10%，剩余部分用于民生（含脱贫）及旧改及保障性住房改善。此外，特别国债转移地方的部分，如果按照 7 成基建、3 成抗疫相关支出进行划分，则下半年理论上约有 5600 亿元的转移支付可用于地方基础设施建设。实际执行情况看，截至 7 月 29 日，抗疫特别国债资金中已有 5105 亿元落实到 24199 个项目，主要用于基础设施建设和抗疫相关支出。因此我们认为最终用于地方基建的金额可能在 4000-5000 亿元左右。整体来看，在财政支出力度支撑下，我们预计下半年基建投资增速还是会继续回暖，大致稳定在 10%甚至略高的水平，相比上半年有一定提升，但幅度也不会超出预期很多。

图表 45：从趋势看，投向市政建设、交通运输相关的地方债新增资金有所下滑



资料来源：Wind、中金公司研究

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、 38 条、 47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 https://research.cicc.com/footer/disclosures，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告.

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
编辑：赵静

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 1 号国贸写字楼 2 座 28 层 | 邮编：100004
电话：(+86-10) 6505 1166
传真：(+86-10) 6505 1156

美国
CICC US Securities, Inc
32th Floor, 280 Park Avenue
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

英国
China International Capital Corporation (UK) Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡
China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road,#33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1278

香港
中国国际金融（香港）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

上海
中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
邮编：200120
电话：(86-21) 5879-6226
传真：(86-21) 5888-8976

深圳
中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路 5033 号
平安金融中心 72 层
邮编：518048
电话：(86-755) 8319-5000
传真：(86-755) 8319-9229

CICC 中金公司

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

START YOUR FINANCE

起点财经，网罗天下报告

liaohan.net nblax520.com